



***O Private Equity e a recuperação de empresas em distress***  
**financeiro**

Tiago Ribeiro dos Santos

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientada por:

Miguel Augusto Gomes Sousa

Setembro 2013

## **Autor**

Tiago Ribeiro dos Santos nasceu na cidade do Porto a 9 de Dezembro de 1987, tendo frequentado até ao 10º ano o Colégio Alemão do Porto e o secundário na E. S. Garcia de Orta. Entre 2006 e 2010 frequentou a Licenciatura de Economia na Faculdade de Economia do Porto, sendo de destacar uma passagem pela *Universidad de Zaragoza*, em Espanha, em 2009, através do programa Erasmus

Após uma experiência profissional no departamento de planeamento e controlo de gestão da Metro do Porto ingressou, em Setembro de 2010, no Mestrado em Finanças da Faculdade de Economia do Porto. Um ano mais tarde, com a componente curricular do Mestrado terminada, ingressa no Departamento de *Corporate Tax* da Deloitte, no qual se manteve até ao final do ano de 2012.

Atualmente exerce funções como consultor na LGG Trading Company.

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, quero deixar um agradecimento especial ao meu orientador, Miguel Sousa, pelos enriquecedores comentários e sugestões e acima de tudo pela dedicação e disponibilidade que me dispensou.

Não posso deixar de destacar também o papel dos meus pais, da Teresa Cerquinho e do Diogo Garrido, pela força e importante apoio que sempre me deram, especialmente nesta difícil reta final.

Por fim deixo um sincero obrigado à minha família, amigos e colegas que, direta ou indiretamente, me ajudaram na consecução do presente trabalho.

## Sumário

Num contexto de prolongada crise económica, forte restrição ao crédito e elevado número de *defaults*, a indústria de *Private Equity* (PE) continua, de certo modo, a ser associada a um efeito perverso no risco sistémico das economias. Assumindo-se como uma fonte alternativa de financiamento para as empresas, o PE poderá contudo desempenhar um papel catalisador e de dinamização do tecido empresarial, através da recuperação de empresas em dificuldades.

O presente estudo debruça-se sobre o impacto pós-aquisição dos investimentos de PE nas empresas em *distress* financeiro, analisando o crescimento, a performance operacional e a evolução do endividamento apresentados pelas empresas, entre o ano anterior à aquisição e os três anos que se lhe seguem. Os resultados obtidos apontam para um crescimento das empresas após a aquisição, para uma melhor performance operacional, através dum efeito positivo na rentabilidade e produtividade, e ainda para condições relativamente mais favoráveis na contração de novos financiamentos. Desta forma, é dado suporte ao potencial papel de PE como um propulsor da recuperação económica.

## Abstract

In a context of prolonged economic crisis, strict credit restrictions and a high number of defaults, the Private Equity (PE) industry continues, to a certain extent, to be negatively associated with the systemic risk in economies. However, as an alternative financing source, PE investment may play a catalytic and energizing role through the recovery of companies in financial distress.

In this paper we analyze the post-acquisition impact of PE investment in companies in financial distress, through the indicators of growth, operational performance and debt, between the year before the acquisition and the three following years. The results point to a post-acquisition growth, a better operating performance, through a positive effect in profitability and productivity, and to more favorable access to new credit. Hence, this paper supports the idea of PE as a positive tool for economic recovery.

## Índice

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2. REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>3</b>
2.1. <i>PRIVATE EQUITY</i> - CONTEXTUALIZAÇÃO .....	3
2.1.1. <i>Definição.....</i>	3
2.1.2. <i>A organização e estrutura das empresas de Private Equity .....</i>	4
2.1.3. <i>A evolução da indústria do Private Equity .....</i>	5
2.1.4. <i>As problemáticas associadas ao Private Equity.....</i>	6
2.2. <i>DISTRESS PRIVATE EQUITY .....</i>	11
2.2.1. <i>Enquadramento .....</i>	11
2.2.2. <i>O conceito de distress e as suas causas.....</i>	13
3.2.3. <i>Os tipos de investidores em empresas em distress.....</i>	14
3.2.4. <i>O papel da regulação .....</i>	15
3.2.5. <i>Fatores de criação de valor.....</i>	17
<b>3. O IMPACTO DO PE NAS EMPRESAS EM <i>DISTRESS</i> FINANCEIRO .....</b>	<b>22</b>
3.1. AMOSTRA E METODOLOGIA .....	22
3.1.1. <i>Seleção da amostra.....</i>	22
3.1.2. <i>Descrição da amostra.....</i>	23
3.1.3. <i>Metodologia.....</i>	29
3.2. O IMPACTO APÓS A AQUISIÇÃO .....	31
3.2.1. <i>Crescimento .....</i>	31
3.2.2. <i>Rentabilidade.....</i>	34
3.2.3. <i>Produtividade .....</i>	35
3.2.4. <i>Eficiência.....</i>	36
3.2.5. <i>Alavancagem e financiamento .....</i>	37
3.2.6. <i>Limitações do estudo realizado .....</i>	40
<b>4. CONCLUSÃO.....</b>	<b>42</b>
<b>5. BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>45</b>

## ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 – AMOSTRA DAS TRANSAÇÕES RETIRADAS DO <i>MERGERMARKET</i> .....	22
TABELA 2 – DISTRIBUIÇÃO DO NÚMERO DE TRANSAÇÕES DA AMOSTRA POR ANO .....	24
TABELA 3 - LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA DAS EMPRESAS ADQUIRIDAS .....	25
TABELA 4 - TIPOS DE TRANSAÇÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA .....	26
TABELA 5 - DIMENSÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA .....	26
TABELA 6 - CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA ANTES DO BO .....	27
TABELA 7 - CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS COMPARÁVEIS ANTES DO BO .....	28
TABELA 8 - CARACTERÍSTICAS DO ENDIVIDAMENTO ANTES DO BO .....	29
TABELA 9 - CARACTERÍSTICAS DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS COMPARÁVEIS ANTES DO BO .....	29
TABELA 10 – CRESCIMENTO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA (VALORES MEDIANOS) .....	33
TABELA 11 - EVOLUÇÃO DA RENTABILIDADE (VALORES MEDIANOS) .....	35
TABELA 12 - EVOLUÇÃO DA PRODUTIVIDADE (VALORES MEDIANOS).....	36
TABELA 13 - EVOLUÇÃO DA EFICIÊNCIA (VALORES MEDIANOS) .....	36
TABELA 14 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA TOTAL LÍQUIDA (VALORES MEDIANOS).....	38
TABELA 15 - EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAIS E DO CUSTO DE FINANCIAMENTO (VALORES MEDIANOS).....	39

# 1. Introdução

O *Private Equity* (PE) constitui um dos mais relevantes desenvolvimentos dos mercados financeiros nas últimas décadas. Tem vindo a adquirir uma importância e atenção crescente tanto por parte do meio académico, como da comunicação social ou ainda por parte dos reguladores nacionais e internacionais. O despoletar da atual crise financeira atribuiu-lhe ainda um especial escrutínio que se traduziu na implementação de recente regulação da indústria, tanto por parte dos EUA como da União Europeia. No entanto, dada a elevada heterogeneidade que verifica e alargado âmbito de atuação, o PE permanece como um fenómeno ainda pouco compreendido, subsistindo diversas questões por explorar, nomeadamente sobre o papel do PE no contexto da crise.

Apontado por alguns como tendo um efeito perverso no risco sistémico da economia, ou mesmo de ter contribuído para o desencadear da crise, não é por outros corroborada esta visão, sendo-lhe, reconhecida capacidade de acrescentar valor às empresas alvo dos seus investimentos.

Assumindo-se como uma forma alternativa de financiamento para as empresas, num contexto de prolongada crise económica e de forte restrição ao crédito, pode-se colocar a questão se o PE não poderá ter um papel importante na recuperação económica. Neste contexto, podem ser destacados do global dos investimentos realizados pelo PE os concretizados em empresas que se encontram em dificuldades financeiras, que denominaremos por *Distress Private Equity*. Caso seja efetivamente capaz de recuperar economicamente essas empresas, acrescentando-lhes valor ou permitindo o seu crescimento, o PE estará neste caso a evitar possíveis falências com todos os efeitos nefastos a nível económico e social que estas acarretam e ainda a dinamizar a economia.

A presente dissertação pretende contribuir para um maior aprofundamento do conhecimento da indústria do PE, analisando os efeitos deste subsector específico do *distress PE*. Deste modo será analisado o impacto do PE na performance operacional das empresas em *distress* financeiro, nomeadamente ao nível da rentabilidade, da produtividade e da eficiência, assim como o impacto sobre o crescimento, endividamento e estrutura de capitais das referidas empresas.

Após esta Introdução, segue-se um capítulo destinado à revisão da literatura o qual se encontra dividido em duas secções. Partindo de uma breve introdução ao PE, nomeadamente à sua organização, estrutura e evolução ao longo do tempo, a primeira secção termina com a exposição das principais problemáticas que lhe são associadas. A segunda secção está direccionada para a literatura associada ao *Distress PE*, o âmbito deste estudo. Deste modo, num primeiro momento, este tema será enquadrado no contexto dos diferentes investimentos levados a cabo por PE. Num segundo momento será abordado o conceito de *distress* financeiro, o tipo de investidores nesta área e ainda o papel da regulação neste domínio. Por fim serão abordados os fatores de criação de valor neste tipo de investimentos, bem como os fatores de sucesso ou insucesso apontados pela literatura.

O estudo empírico é apresentado no capítulo 3 e encontra-se também dividido em duas partes. A primeira debruça-se sobre os critérios, metodologia e fontes de informação utilizadas, bem como na descrição da amostra estudada e respetivas limitações. A segunda centra-se na apresentação dos resultados obtidos, sendo os mesmos interpretados, sempre que possível, à luz da literatura associada.

Finalmente, o último capítulo conclui. Dado o estado embrionário do conhecimento académico sobre o presente tema, terminaremos com uma breve apresentação dos principais desafios que se podem colocar ao *Distress PE*, bem como de sugestões para futura investigação sobre o tema.



## 2. Revisão da Literatura

### 2.1. *Private Equity* - contextualização

#### 2.1.1. Definição

O PE apresenta-se como uma classe de investimento e ao mesmo tempo como uma fonte alternativa de capital para as empresas. Caracteriza-se por uma estrutura muito própria, organizando-se normalmente através de fundos de investimento fechados (*i.e.*, com um número fixo de participações) e com um período de vida limitado. Difere de outros fundos de investimento no que respeita à estratégia, procurando o controlo dos negócios em que investe, mantendo-os fora dos mercados financeiros. A origem desta indústria está ligada à aquisição de participações em empresas, embora alguns fundos de PE invistam hoje em dia também noutras classes de ativos, como dívida corporativa, ou sector imobiliário (Gregory, 2013).

O conceito de PE é portanto ambíguo, dada a grande heterogeneidade das suas características e atividades, podendo ser aplicado a diferentes situações e estruturas (Wright *et al.*, 2009). Neste sentido importa delinear de forma clara e precisa o âmbito do conceito a utilizar na presente dissertação.

Partindo da definição dada Smit (2002), uma das mais utilizadas, o PE pode subdividir-se em duas grandes categorias: O *Venture Capital* (VC) e os *Buyouts* (BO). Fala-se de VC quando os investimentos pressupõem a aquisição de participações em empresas numa fase inicial da sua existência (*i.e.*, *start-ups*) ou que ainda não apresentam maturidade suficiente para transacionar nos mercados financeiros. Os BO consistem na aquisição de participações, por parte de fundos de PE, em empresas já numa fase de maior maturidade, normalmente numa posição maioritária com vista a deterem o controlo das mesmas. A este tipo de operações está normalmente associado um grande volume de dívida, daí que sejam normalmente denominadas de *Leverage Buyouts* (LBO)<sup>1</sup>. São operações em que é utilizada habitualmente uma proporção

---

<sup>1</sup> Os conceitos de PE e LBO são não raras vezes utilizados indistintamente (*e.g.*, Strömberg, 2008; Ivashina e Kovner, 2011).

relativamente baixa de capitais próprios e uma proporção relativamente alta de dívida (Kaplan e Strömberg, 2009)<sup>2</sup>.

Na presente Dissertação limitaremos o conceito de *private equity* a operações de *buyout*.

### **2.1.2. A organização e estrutura das empresas de *Private Equity***

As empresas de PE estão organizadas como parcerias ou sociedades de responsabilidade limitada, em que o capital é reunido e canalizado para a criação de fundos de PE. Estes fundos apresentam-se como veículos autónomos, em que os investidores se comprometem a contribuir com uma dada quantia de dinheiro por um determinado período de tempo. Essas quantias são depois solicitadas aos investidores, normalmente durante os primeiros cinco anos de vida dos fundos, à medida que são identificadas oportunidades de investimento.

Os fundos englobam tipicamente investidores institucionais, como fundos de pensões públicos ou corporativos e companhias de seguros, mas também investidores particulares, indivíduos com grandes fortunas (denominados de *Limited Partners* ou simplesmente de “*LP*”). Os gestores dos fundos são profissionais das empresas de PE (denominados de *General Partners* ou “*GP*”) e geralmente também participam na sua constituição, embora dados os elevados montantes envolvidos, com contribuição relativamente modesta, variando entre 1% e 5% do capital envolvido (Sousa, 2010).

O objetivo do gestor do fundo de PE passa por potenciar a valorização das empresas alvo dos seus investimentos, permitindo a posterior alienação das participações em causa com elevadas margens de retorno. Assim, a forma de saída destes investimentos regista um papel primordial no sucesso das operações, assumindo tradicionalmente a forma de uma oferta pública inicial (*Initial public offer* – “*IPO*”), de venda a uma outra empresa (*Trade sale*) ou ainda de venda a outro operador de *PE*

---

<sup>2</sup> Estes autores apontam para um volume de dívida nas operações de BO entre 60 e 90%, enquanto (Kaplan N. , 1991) apontava para valores superiores a 85%. Atualmente, face às limitações ao crédito impostas pela crise financeira, será de esperar que estes valores possam ser mais baixos.

(*Secondary buyouts* – “*SBO*”). A vida útil destes fundos<sup>3</sup> é normalmente de 10 anos, período após o qual o capital<sup>4</sup> é devolvido aos investidores com as mais ou menos valias associadas ao conjunto de operações realizadas pelo fundo respetivo (Jenkinson e Sousa, 2013).

### **2.1.3. A evolução da indústria do *Private Equity***

O aparecimento da indústria do PE remete para a década de 70 do século passado, conhecendo desde então um crescimento notável até aos dias de hoje. Tal deve-se não só ao aumento exponencial do número de operações em que estão envolvidas empresas de PE e ao valor que lhes está associado, mas também à expansão vivenciada tanto ao nível geográfico, como ao nível das indústrias ou mesmo ao tipo de operações abrangidas. Uma característica de relevar é que o *PE* se tem vindo a processar de forma cíclica, podendo essa evolução ser dividida em três ciclos apontados por Klein *et al.* (2013)<sup>5</sup>, a que se acresce um quarto, que inicia com a atual crise financeira.

Partindo como fenómeno exclusivo dos EUA, esta indústria foi-se alargando ao Reino Unido e, em menor escala, a outros países desenvolvidos, durante o período identificado como a primeira vaga da indústria. Após um *boom* no final dos anos 80 termina em meados dos anos 90, com uma redução acentuada no valor e número das operações que lhe estão associadas e a falência de um grande número de empresas apoiadas por PE (Andrade e Kaplan, 1998).

Desde este período a 2007, fase que abrange a segunda vaga e terceira vagas, a indústria de PE experienciou um crescimento dramático, com especial destaque para os anos de 2004 a 2007 que concentraram mais de 40% do total de todas as operações até 2007 (Strömberg, 2008). Foi nesta fase que se potenciou o desenvolvimento da indústria de PE na Europa, cujo valor de investimento atingido em 2004 se equiparou, pela

---

<sup>3</sup> Antes de terminar a vida útil de um fundo as empresas de PE vão constituindo outro, mantendo assim a sua atividade.

<sup>4</sup> Uma parte é naturalmente destinada a remunerar as empresas de PE que beneficiam ainda, sempre que seja o caso de parte das mais valias geradas.

<sup>5</sup> Estes três ciclos viveram os seus picos entre 1983–1988, 1995–2000, e 2005–2007, respetivamente.

primeira vez, ao verificado nos EUA (Jenkinson, 2006). A terceira vaga viria a culminar com o despoletar da recente crise financeira mundial.

A dispersão do mercado de PE não se deu apenas para a Europa, avançando também nos últimos 20 anos mais recentemente para países em desenvolvimento como o Brasil, China, Índia e Rússia (Woeller, 2012), ou ainda para a Austrália (Deloitte, 2013). Hoje o PE assume-se como um mercado global, embora se mantenham significativas diferenças na sua penetração nos diferentes países, com um claro predomínio dos investimentos na Europa e EUA. O Reino Unido e os EUA apresentam os mercados de PE mais evoluídos, o que se justifica, em parte, por também terem os mercados de dívida mais desenvolvidos, melhores redes de intermediários e estruturas legais e fiscais mais favoráveis (Whright, 2009).

#### **2.1.4. As problemáticas associadas ao *Private Equity***

##### **2.1.4.1. O debate embrionário**

Desde que o tema começou a ganhar a atenção do mundo académico, em finais dos anos 80, o papel do PE na Economia sempre levantou alguma controvérsia. Os estudos embrionários de Jensen, (1989) e Rappaport (1990) iniciaram um debate teórico quanto à sua essência que mesmo hoje em dia, ainda não se encontra plenamente esclarecido (Tykvová e Borell, 2012; Jenkinson e Sousa, 2013).

O primeiro defendia que o PE assenta num modelo de *governance* superior, que permitia ultrapassar os problemas de agência desencadeados pela separação entre a detenção do capital e a gestão das empresas ou pela dispersão da detenção do capital. Esta nova estrutura organizacional favorecia a criação dos mecanismos de incentivo e monitorização necessários para a maximização de valor, combinando o poder disciplinador da dívida, com o acompanhamento, controlo e experiência de um investidor ativo, sob a forma de uma instituição de PE. Deste modo, Jensen (1989) previa mesmo o eclipse das empresas cotadas, as quais seriam substituídas por esta nova forma de organização.

O segundo defendia que o PE assenta apenas num choque de curto prazo, que leva a que empresas ineficientes, com fraca performance e com fracos modelos de

*corporate governance*, entrem num curto, mas intenso, período de reestruturação corporativa e do modelo de gestão. Esta posição baseia-se no facto do objetivo das empresas de PE ser obter o maior retorno no mais curto espaço temporal possível.

Com o passar dos anos, a evolução da indústria parece tornar claro que a previsão de Jensen (1989) se revelou claramente prematura. Com efeito o PE não se assumiu, nem se prevê que se venha a assumir, como alternativa à forma de organização das empresas públicas/cotadas, mas antes que coexistirão as duas, mais como estruturas complementares do que propriamente substitutas (Strömberg, 2008)<sup>6</sup>. No entanto, grande parte da literatura parece vir a corroborar, em parte, a visão de Jensen (1989) defendendo que o PE se apresenta como uma estrutura de longo prazo e que se poderá mesmo assumir como ótima em determinados contextos (Kaplan e Strömberg, 2009; Strömberg, 2008; Wright *et al.*, 2009). Esta posição refuta portanto a teoria de curto prazo de Rappaport (1990), baseando-se nos elevados e crescentes tempos de permanência das empresas de PE nas empresas intervencionadas<sup>7</sup>, bem como na tendência para o aumento dos *SBO*, o que na prática se reflete na manutenção das empresas sob esta estrutura por um mais longo período de tempo.

Estas conclusões não se apresentam contudo pacíficas, surgindo recentemente um estudo que as considera prematuras (Jenkinson e Sousa, 2013). Argumenta que o aumento do tempo de permanência do PE nos respetivos investimentos poderá não ser consequência de um melhor modelo corporativo, da vontade das PE ou das empresas adquiridas, mas antes da escassez e dificuldade em encontrar mecanismos de saída desses investimentos, situação que se terá agravado com a conjuntura económica vivida nos últimos anos. No mesmo sentido, as motivações e racional económico para as operações de *SBO* parecem carecer de fundamento, podendo ser vistas como uma causa

---

<sup>6</sup> Segundo este autor, a evidência sugere mesmo que existe um fluxo líquido positivo de empresas intervencionadas por PE a entrarem nos mercados financeiros. Ou seja, existem mais operações de PE que após a sua intervenção passam a transacionar nos mercados financeiros (*i.e.*, cuja forma de saída consiste num IPO) do que empresas cotadas a serem adquiridas por empresas de PE e dessa forma retiradas dos mercados financeiros, as denominadas *Public to Private (PTP)*.

<sup>7</sup> Kaplan (1991) estudou o tempo de permanência do PE nas empresas alvo dos seus investimentos durante a primeira vaga de LBOs (1970-1986), apontando uma mediana de 6,82 anos de permanência. Kaplan e Strömberg (2009), incluindo também a segunda vaga de LBO, obtêm uma mediana de 6 anos para o período de 1970-2007, embora com variações ao longo do tempo. Strömberg (2008) alarga a análise considerando também os *SBO*, registando uma mediana de 9 anos de permanência para o período de 1995-1999, observando uma tendência de crescimento deste valor ao longo do tempo.

de conflitos de agência entre os *GP* e os *LP*. De facto, estudos recentes apontam para uma *underperformance* deste tipo de operações, o que reforça naturalmente as dúvidas expostas (Degeorge *et al.*, 2013; Sousa, 2013). O debate levantado por Jensen (1989) e Rappaport (1990) apresenta-se, deste modo, reaceso.

#### **2.1.4.2. Principais problemáticas da literatura existente**

O PE nunca foi consensual, tendo-se levantado, desde o seu aparecimento, diferentes dúvidas e críticas em relação ao papel que desempenha na economia, tanto em termos económicos, questionando-se a sua capacidade de acrescentar valor nas empresas em que investe, como em termos sociais. Essencialmente na última década surgiram diversos estudos que se debruçaram sobre os diferentes impactos do PE.

No que se refere ao impacto no emprego e nas condições dos colaboradores, tais como sistema de pagamentos, salários ou aos métodos de motivação e envolvimento dos colaboradores, a evidência empírica não é uniforme nas conclusões obtidas (Wilson *et al.*, 2012; Amess *et al.*, 2008; Davis *et al.*, 2009).

No caso da inovação e investimento, embora o efeito no volume de investimento realizado pelas empresas apoiadas por PE não seja claro, estas revelam melhores resultados e uma maior eficiência no seu aproveitamento. (Strömberg, 2009; Lerner *et al.*, 2008).

Quanto à capacidade do PE criar valor nas empresas em que investe, questão central e provavelmente a que mais destaque tem merecido por parte da literatura, é possível, em termos genéricos, distinguir duas correntes diferentes (Tykvová e Borell, 2012; Wright *et al.*, 2009).

A primeira conclui que o PE cria valor, baseando-se nos estudos realizados e literatura existente que apontam para um efeito positivo do PE, tanto na sua *performance* operacional (rentabilidade, eficiência e produtividade) como na eficiência fiscal, assim como nas condições e capacidade de financiamento das empresas, e ainda na rentabilidade dos respetivos fundos de investimento (Davis *et al.*, 2009; Guo *et al.*, 2011; Kaplan, 1989; Harris *et al.*, 2005; Smith, 1990).

A segunda, questiona estas conclusões, defendendo que o modelo PE não cria propriamente valor, mas antes se baseia em transferências de valor entre *stakeholders*. Ou seja que o PE é capaz de se apropriar para si, ou para as empresas adquiridas, de valor de outros acionistas, credores, do Estado, ou mesmo do sistema financeiro.

Por exemplo, a alavancagem introduzida pelo PE nas empresas, muitas vezes associada a um aumento do risco sistémico da economia, poderá ser vista como uma transferência de outros eventuais acionistas, dos credores e do próprio sistema financeiro (Tykvová e Borell, 2012).

#### **2.1.4.3. O PE e o risco de *distress***

A alavancagem introduzida nas empresas, como consequência do grande volume de dívida envolvido nas operações de PE, tem sido associada ao elevado número de falências de empresas de grande dimensão ocorridas em meados dos anos 90 (Andrade e Kaplan, 1998; Wright *et al.*, 1996)<sup>8</sup>, o que suscitou a questão se o investimento por parte de investidores de PE não contribuiria para o aumento do risco sistémico das economias (Wilson e Wright, 2011). Embora desde o início dos anos 90, com o final da primeira vaga, as operações de PE estejam associadas a melhores *coverage ratios* e *covenants* mais flexíveis (Kaplan e Strömberg, 2009), com o desencadear da recente recessão económica mundial, as conclusões dos estudos atrás apontados reforçaram as preocupações a este respeito. Se efetivamente os investidores de PE ao alavancar as empresas onde intervêm aumentarem o risco destas entrarem em *distress* e consequentemente a sua probabilidade de falência, poderão colocar em causa a estabilidade económica, devido sobretudo à elevada dimensão das empresas que adquirem.

Estudos recentes revelam contudo que esta será uma preocupação muito mais criada pelo contexto político e pelos *media*, do que propriamente pela evidência empírica. Os resultados de diversos trabalhos não evidenciam que a alavancagem

---

<sup>8</sup> A própria literatura económica associa geralmente a alavancagem a um aumento do risco de falência das empresas, sendo que tal se reflete com especial relevância em períodos de contração económica (*e.g.*, Kortweg, 2010).

propulsionada pelas empresas de PE possa resultar num maior risco de *distress* das mesmas, sugerindo mesmo que a probabilidade de falência das empresas apoiadas por PE será menor que a de empresas comparáveis (Kaplan e Strömberg, 2009; Thomas, 2010; Wilson e Wright, 2011; Wilson *et al.*, 2012).<sup>9</sup> Na base destes resultados poderá estar o facto das empresas de PE poderem ser particularmente proactivas a proteger os seus ativos e reputação, bem como mais efetivas a negociar as reestruturações das empresas pertencentes aos seus portfólios que entrem em *distress* e/ou a requerer refinanciamento, reduzindo assim a sua probabilidade de falência e risco de *distress* (Wilson e Wright, 2011).

Gregory (2013) considera que os resultados destes estudos não são conclusivos, alegando que serão necessários alguns anos para se poderem tirar mais conclusões, dado que grande parte das operações realizadas no *boom* de 2006 ainda não foi alvo de desinvestimento por parte do PE. No entanto, se assumirmos que o PE aumenta de facto o risco de *distress* das empresas alvo dos seus investimentos levanta-se naturalmente a questão de qual o racional económico subjacente de este por vezes investir em empresas que já se encontram em dificuldades financeiras. Parece razoável concluir que ou o PE assume uma abordagem completamente diferente neste tipo de investimentos, ou dificilmente estas operações apresentam algum fundamento económico.

---

<sup>9</sup> Analisando um total de 3.200 empresas apoiadas por empresas de PE e adquiridas através de BO ou transação similar, entre 2000 e 2009 e mantidas durante os anos de 2008-2009, Thomas (2010) conclui que durante a “Grande Recessão” de 2008-2009 os negócios apoiados por PE apresentaram uma taxa de *default* inferior a metade da apresentada por empresas comparáveis: 2,84% para 6,17%. Tykrová e Borell (2012) observam que no mercado de BO europeu que embora o risco de *distress* aumente após as operações, as empresas apoiadas por PE não apresentam um risco de falência superior ao observado por empresas compráveis, sendo que no caso de PE com mais experiência esta taxa será mesmo menor. Por sua vez, Wilson e Wright (2011) apontam uma taxa de falência de 5,3% para os BO levados a cabo por PE no Reino Unido entre 1995-2010 (5,8% para todos os BO), não encontrando qualquer associação entre a alavancagem nestas operações e a sua probabilidade de falência.



## ***2.2. Distress Private Equity***

### **2.2.1. Enquadramento**

#### **2.2.1.1. A heterogeneidade do *Private Equity***

O PE pode assumir diferentes formas, tanto quanto à estrutura dos seus fundos, tipo ou objetivos dos respetivos investimentos, como do próprio modo de funcionamento. O seu papel na gestão dessas empresas pode ser mais ou menos interventivo. Os investimentos em causa podem ter subjacente a aquisição da totalidade do capital das empresas alvo apenas por um fundo de PE, ou, por outro lado, implicar o envolvimento de vários fundos pertencentes a mais do que uma empresa de PE (*i.e.*, sindicalização), bem como de outros eventuais parceiros estratégicos, que poderão ir desde equipas de gestão, a instituições financeiras, empresas do mesmo sector das empresas-alvo, entre outros. Os próprios alvos dos investimentos podem assumir características distintas, abrangendo uma enorme diversidade de indústrias. Podem envolver nomeadamente empresas cotadas (*Public-to-Private* – PTP), de capitais públicos, privadas, já detidas por outro fundo de PE (SBO), em processo de falência ou mesmo apenas parte ou divisão específica de uma empresa.

Também a diversidade de contextos institucionais, o diferente desenvolvimento dos mercados de capitais e de dívida e as especificidades de cada um deles, o contexto político, ou a cultura e contexto social onde se inserem, têm naturais reflexos no desenvolvimento e estrutura da indústria de PE nos diferentes países e no tipo de investimentos realizados<sup>10</sup>.

A indústria do PE regista portanto uma enorme heterogeneidade, podendo assumir várias estruturas e ser aplicada a uma grande diversidade de situações, podendo dessa forma estar associada a diferentes *drivers* de criação de valor e implicar abordagens e intervenções distintas.

---

<sup>10</sup> Ver por exemplo Mendes (2011) para o caso português, Wilson *et al.* (2012) para o Reino Unido, Danovi (2010) para o mercado italiano ou Woeller (2012) para os casos de Brasil China, Índia e Rússia.

### 2.2.1.2. O *Distress PE*

A heterogeneidade referida justifica que normalmente a empresa de PE e/ou os seus fundos sejam categorizados genericamente segundo o tipo de investimentos que se lhe encontra associado. Podem ser encontradas diversas classificações na literatura existente, bem como da parte das próprias empresas de PE, sendo que a consideração dos investimentos em empresas em *distress* como um tipo ou subcategoria de PE, tende a ser comum nas várias classificações existentes (Strömberg, 2008; Metric e Yasuda, 2011).<sup>11</sup> Designamos, nesta Dissertação, este segmento especializado do PE por *Distress Private Equity*.

É de destacar o crescente interesse que esta área tem vindo a suscitar nos últimos anos junto dos profissionais de PE e dos *media*, o que é visível em inúmeras publicações de artigos de opinião (*e.g.*, Wharton, 2011; Golsdstein *et al.*, 2009), bem como pela realização de diversas conferências de âmbito profissional dedicadas a este tema (*e.g.*, TMA Distressed Investing Conference; Wharton Restructuring and Distressed Investing Conference; Creating Value in Shifting Landscape). Não obstante, a verdade é que lhe tem sido prestada pouca atenção no meio académico ao longo das últimas décadas, sendo de evidenciar o baixo número de *papers* académicos que se debruçam especificamente sobre esta temática<sup>12</sup> (Danovi, 2010; Kucher e Meitner, 2004).

---

<sup>11</sup> Strömberg (2008) divide o PE em *public to private*, *private to private*, *divisional*, *finacial vendor* e *distressed*, enquanto Metric e Yasuda (2011) consideram quatro tipos de investimentos de PE: Venture Capital, Mezzanine, BO e Distress (embora apenas os dois primeiros não se enquadrem na definição de BO).

<sup>12</sup> Como exemplos de estudos realizados a este respeito podemos realçar: Danovi (2010) que procura dar uma visão abrangente sobre o mercado das operações de *turnaround* em empresas com dificuldades ou em *distress* financeiro, realizadas por investidores profissionais de PE em Itália; Kucher e Meitner (2004) procuram medir a importância de fatores internos (financiamento, qualidade da gestão, força da inovação) e fatores externos (enquadramento económico, legal e dos mercados de capitais) na procura de empresas em *distress* por parte de PE na Alemanha; Aichholzer e Pelzer (2003) pretendem dar uma visão do mercado dos investimentos de *turnaround* (entendidos como operações de BO por parte de PE) na Alemanha, visando entender o seu potencial, os seus desafios e perspetivas futuras.

### 2.2.2. O conceito de *distress* e as suas causas

O conceito de dificuldades financeiras, ou *distress* financeiro é extremamente complicado de definir com precisão (Ross *et al.*, 2001), sendo muitas vezes associado a uma situação de insolvência<sup>13</sup> (Kayo e Famá, 1996). Wruck (1990) define-o como a incapacidade de uma empresa cumprir com as suas obrigações correntes de tesouraria, o que Altman (1983) denomina por insolvência técnica. Pode portanto ser entendido como a situação em que uma empresa, num dado momento, não é capaz de gerar *cash flows* suficientes que lhe permitam responder com as obrigações assumidas, o que em último lugar poderá levar à falência da mesma.

As situações de *distress* podem ter diversas causas: tanto internas, ao nível operacional, estratégico ou financeiro, como externas, fruto da conjuntura macroeconómica, do nível da concorrência ou do desenvolvimento tecnológico.<sup>14</sup> Estas devem ser tidas em consideração na definição das estratégias com vista à recuperação das empresas, pelo que a sua compreensão é fundamental (Liou e Smith, 2007).

As empresas em *distress* podem ser, genericamente, agrupadas em três grupos distintos: (i) empresas que se encontram em claro subaproveitamento, com alta probabilidade de ficarem em problemas financeiros, caso não sejam tomadas medidas urgentes; (ii) empresas já com problemas financeiros, que entraram em reestruturações “*out-of-court*”<sup>15</sup>; (iii) e por empresas em processo de insolvência (Aichholzer e Pelzer, 2003).

---

<sup>13</sup> Uma situação de insolvência pode ser definida na formalização em termos legais da incapacidade de uma dada empresa em cumprir com as respetivas obrigações contratuais assumidas. Abordaremos esta questão de forma mais profunda no Ponto 2.2.4..

<sup>14</sup> Por exemplo Kucher e Meitner (2004) num estudo sobre o mercado alemão apontam como principais causas para as empresas entrarem em *distress*, o estado da economia/indústria, o financiamento e a estrutura organizacional das empresas, nomeadamente a qualidade da equipa de gestão, resultados que segundo apontam são consistentes com a grande maioria dos estudos realizados acerca desta questão. Por outro lado, na Alemanha, o enquadramento legal e a competição externa foram apontados como fatores com influência mais modesta/residual, o que se poderá dever ao facto da legislação alemã já se encontrar bastante desenvolvida.

<sup>15</sup> Ou seja, não chegam a declarar insolvência, sendo desenvolvidas negociações privadas, onde normalmente são requeridas concessões aos diversos *claimholders* existentes.

### 3.2.3. Os tipos de investidores em empresas em *distress*

Kucher e Meitner (2004) distinguem os investidores em empresas em *distress* (i) naqueles que investem em dívida dessas empresas, conhecidos na literatura internacional como *vulture investors*, normalmente organizados através dos denominados *hedge funds*, (ii) os fundos de BO e (iii) os fundos de *turnaround*.<sup>16</sup>

Os primeiros, os fundos de *vulture capital*, assumem normalmente uma estratégia passiva, procurando explorar ineficiências nos mercados, comprando dívida de empresas nos mercados secundários ou carteiras de empréstimos dos bancos, construindo portfólios de dívida de empresas em dificuldades e procurando beneficiar da sua subvalorização. Existem contudo alguns participantes mais agressivos que compram dívida de empresas em dificuldades ou em processos de falência em quantidades suficientemente altas que lhes permitam influenciar a gestão das empresas<sup>17</sup> e mesmo forçar que os créditos sejam trocados por capital. Esta estratégia mais agressiva permite-lhes ter um papel ativo<sup>18</sup> na reorganização das empresas e apropriar-se de parte do valor da empresa à custa de outros credores e, por vezes, assumir mesmo o seu controlo (Hotchkiss e Mooradian, 1997).

A evidência aponta para um papel positivo do *vulture capital* na criação de valor nas empresas onde intervêm, disciplinando a gestão e sendo o valor aportado tão maior quanto mais ativo for o papel que assumem nos processos de reorganização (Hotchkiss *et al.*, 2011). Também parece ser valorizado pelos mercados, observando-se um aumento da cotação bolsista após a entrada destes fundos na estrutura de capitais das empresas (Hotchkiss e Mooradian, 1997).

No entanto, os fundos de *vulture capital* nunca foram muito bem vistos, nem pelos académicos, nem pela população em geral, o que facilmente se compreende por este papel “agressivo” que por vezes adotam (Danovi, 2010). Participam por vezes nas transações de PE, especialmente em grandes operações de BO em empresas em *distress*,

---

<sup>16</sup> Preşin (2011) divide os investimentos de PE em *distress* em três tipos: de fundos de dívida em *distress* (os denominados *vulture* ou *hedge funds*), fundos de *turnaround* e fundos a situações especiais.

<sup>17</sup> Pode permitir-lhes forçar as empresas a entrar em processo de insolvência, caso ainda estejam, ou a tomar determinadas decisões bloqueando e inviabilizando a reestruturação das empresas através do poder de veto nos processos de reorganização.

<sup>18</sup> Oferecendo apoio estratégico, operacional e financeiro a estas empresas, os operadores de *vulture capital* potenciam estes investimentos, reduzindo-lhes também o risco (Kucher e Meitner, 2004).

embora na sua essência invistam fundamentalmente em ativos transacionáveis nos mercados financeiros (Metric e Yasuda, 2011).<sup>19</sup>

Os fundos de *buyouts* e os fundos de *turnaround* podem ser considerados como os investidores tradicionais em empresas em *distress*. Visam a aquisição das empresas alvo, o seu controlo, um papel ativo perante a gestão e dotá-las do capital necessário que permita a sua reestruturação e recuperação/*turnaround*. Os segundos podem ser vistos como um subsector dos primeiros, em que se coloca um maior *focus* na reestruturação operacional das empresas e uma relativa menor importância na alavancagem normalmente associada aos BO (Kucher e Meitner, 2004). Embora fundos genéricos de BO também possam investir em empresas em *distress*, os fundos de *turnaround* apresentam-se como o investidor mais especializado em *Distress PE*.

### **3.2.4. O papel da regulação**

#### **2.2.4.1. A regulação e o PE**

A origem da crise é muitas vezes associada à falta de regulação dos mercados financeiros, o que levantou uma enorme pressão no sentido de os regular. Os Estados pelo mundo fora têm vindo a repensar a sua abordagem à regulação das instituições financeiras e aos mercados financeiros, tendo-se vindo a assumir a regulação do PE como uma das questões centrais (Tykvová e Borell, 2012).

A visão negativa e as preocupações sobre o *vulture capital* e os *hedge funds* agravaram-se drasticamente desde o colapso da *Lehman Brothers*, em Setembro de 2008, e foram estendidas, em parte, também ao PE que ficou especialmente sobre escrutínio desde então (Rasmussen, 2008). Intensificaram-se essencialmente as críticas sobre o seu papel no risco sistémico e os receios de que caso grandes operações de BO viessem a falhar pudessem induzir um efeito de contágio na economia<sup>20</sup>.

Neste sentido vieram a observar-se recentemente importantes desenvolvimentos no contexto jurídico e regulatório que envolve o mercado de PE em vários países das

---

<sup>19</sup> Importa atentar que este tipo de investimentos não se encontra no âmbito do conceito utilizado de PE da presente Dissertação, assumindo, conforme explicitámos, uma natureza bastante distinta.

<sup>20</sup> A este respeito ver ponto 2.1.4.2..

principais economias. Em Julho de 2010, os EUA adotaram uma nova regulação para os *hedge funds* e PE como parte do *Dodd-Frank Act*. Em Novembro de 2010 veio a resposta da Europa através da Diretiva AIFM (i.e., *Directive on Alternative Investment Fund Managers*) visando a regulação e supervisão dos gestores de fundos de investimento alternativos, onde se enquadra o PE.

No caso europeu, vinham-se já a verificar desde há algum tempo tentativas de regular o mercado, nomeadamente através de guias voluntários definidos por parte da própria indústria de PE, tanto numa base nacional, com ao nível da União Europeia (Código de Conduta proposto pela *European Venture Capital Association* – “EVCA”). No entanto, estes guias voluntários não surtiram o efeito necessário, levando à reforma imposta pela Comissão Europeia com a já mencionada Diretiva AIFM.

Na base da necessidade das alterações impostas ao mercado de PE são apontados essencialmente dois argumentos, por um lado as preocupações sobre o risco sistémico mencionadas, e por outro, a necessidade de aumentar a transparência desta indústria, impondo obrigações no reporte de informação (Payne, 2011)<sup>21</sup>.

As medidas impostas constituirão naturalmente um obstáculo à indústria de PE, uma vez que acrescerão custos ao seu modelo de investimento, embora o alcance e impacto que terão seja ainda uma incógnita. Estes processos põem em causa várias questões sobre o papel dos fundos de PE durante a crise financeira, que, provavelmente só serão entendidas quando passarem alguns anos (Tykvová e Borell, 2012). Este deverá ser um dos grandes desafios da indústria de PE nos próximos anos.

Por fim, importa referir que a equiparação na regulação do PE e dos *hedge funds* é questionável, uma vez que estes se distinguem fundamentalmente um do outro, tanto no modelo de negócio em si como nas eventuais implicações no risco sistémico (Payne, 2011). Deverá ser especialmente acautelado que não se caia no extremo de limitar um possível papel positivo do PE, nomeadamente na recuperação das empresas em dificuldades.

---

<sup>21</sup> A necessidade de maior transparência justifica-se, segundo a autora, pois ao contrário das empresas cotadas em bolsa, não existe para as empresas apoiadas por PE qualquer obrigação de revelação pública de contas.

#### **2.2.4.2. O papel da regulação nos investimentos de PE em empresas em *distress***

A influência da regulação no mercado de PE pode ser facilmente compreendida observando que os países com sistema jurídico mais evoluído são aqueles em que, tendencialmente, a indústria de PE se encontra mais desenvolvida, casos por exemplo dos EUA ou do Reino Unido (EVCA, 2008). A regulação pode ter um grande impacto nesta indústria, sendo que, para além de limitar as suas operações e o seu desenvolvimento, pode ter também um importante impacto no sucesso destes investimentos<sup>22</sup>.

O papel da legislação, nomeadamente a regulação dos processos de insolvência e recuperação de empresas, é essencial, tanto para permitir a reestruturação das próprias empresas em dificuldades, como também para atrair investidores que viabilizem a sua recuperação. Um processo de falência despoleta um processo legal com uma série de ramificações que qualquer potencial investidor deverá dominar e considerar antes de uma decisão de investimento (Feder e Lagrange, 2002).

No mercado europeu, embora tenham sido feitos progressos importantes ao longo da última década na regulação dos processos de insolvência e recuperação de empresas, na maior parte dos países continuam a persistir desigualdades. Este é sem dúvida um dos fatores que levam alguns estudos a apontar importantes barreiras<sup>23</sup> aos investimentos em empresas em *distress* na Europa (Singer e Burke, 2004; Danovi, 2010).

### **3.2.5. Fatores de criação de valor**

Em termos genéricos, as principais fontes apontadas para a criação de valor por parte do PE são a redução dos custos de agência, no caso da aquisição de empresas cotadas, e a

---

<sup>22</sup> Conforme observam Wilson *et al.* (2012) a percentagem de falências associada a investimentos de PE no Reino Unido era superior à de empresas comparáveis não sujeitas a operações de *buyout*, antes de 2003, momento em que foram introduzidas mudanças na legislação das insolvências do Reino Unido, e a partir do qual a probabilidade de falência das empresas apoiadas por PE passa mesmo a ser mais baixa que a de empresas comparáveis.

<sup>23</sup> Podem ser também destacadas as diferenças significativas entre as relações industriais tradicionais que continuam a persistir entre os países e que levam as empresas de PE a adaptar as suas abordagens aos diferentes modelos sociais (Bacon *et al.*, 2010).

eliminação de constrangimentos/limitações na capacidade de investimento e a introdução de melhorias na qualidade da gestão, no caso da aquisição de empresas privadas (Jenkinson e Sousa, 2013).

Os BO de empresas em *distress* assumem contudo uma série de especificidades relativamente aos tradicionais investimentos das empresas de PE. Investir numa empresa com um processo de insolvência, ou em vias de entrar num, envolve, como já foi referido anteriormente, um risco adicional face a um investimento que não esteja em *distress*, pela complexidade adicional que um processo destes acarreta. É preciso dominar os aspetos fiscais e legais que lhe estão associados, bem como ter acesso a informação que dificilmente se encontra disponível (*i.e.*, informação sobre as situações dos diferentes credores da empresa e a sua posição perante o plano de reorganização) para se poder aferir sobre o risco do investimento (Feder e Lagrange, 2002).

A criação de valor propulsiona pelo PE em empresas em *distress* pode ser, em parte, explicada com base nas quatro estratégias genéricas apontadas por (Lasfer e Remer, 2010) como estratégias de *turnaround*: reestruturação financeira, reestruturação do *governance*, reestruturação operacional e reestruturação de ativos.<sup>24</sup>

**A reestruturação financeira** assume-se como um vetor primordial na recuperação de empresas em dificuldades, tanto pela necessidade urgente de liquidez destas empresas para fazerem face aos seus compromissos, o que lhes permitirá continuar, ou retomar, o seu negócio e operações, como pela necessidade de garantir o financiamento do negócio numa perspetiva de médio e longo prazo, criando condições que, para além de o viabilizarem, lhe permitam a maximização do valor. Poderá envolver a renegociação dos passivos das empresas<sup>25</sup>, nomeadamente com os bancos e outros credores, podendo esta concretizar-se via privada, ou através de um plano de recuperação se a empresa já se encontrar em processo de insolvência.

---

<sup>24</sup> Podemos observar que na prática estas estratégias se aproximam bastante das mudanças apontadas por Kaplan e Strömberg (2009) sobre mudanças potenciadoras de criação de valor por parte do PE: engenharia financeira, engenharia operacional e engenharia de *governance*.

<sup>25</sup> Aichholzer e Pelzer (2003) revelam que na maior parte dos casos de *distress*, o perdão de dívida por parte dos credores varia entre 30 e 70% do valor original das dívidas, assumindo portanto valores muito significativos.



O PE parece encontrar-se numa posição privilegiada para responder a estas necessidades das empresas em *distress*, viabilizando-as e acrescentando-lhes valor<sup>26</sup>, seja pela injeção de capital, seja pela maior facilidade que verificam na obtenção de financiamento (Aichholzer e Pelzer, 2003). Adicionalmente, a experiência e contacto que têm com este tipo de situações poderão torná-las especialmente aptas a negociar uma reestruturação da dívida com os bancos e outros credores (Wilson e Wright, 2011). A evidência parece indicar que o relacionamento formado com os bancos através de repetidas iterações reduz as ineficiências da assimetria da informação permitindo às PE realizar as suas operações com acesso ao financiamento em condições mais favoráveis, tanto em termos do seu custo como também com a obtenção de cláusulas contratuais (*i.e.*, *covenants*) mais flexíveis (Ivashina e Kovner, 2011). A reforçar este argumento estão também estudos que associam baixos custos de financiamento a uma alavancagem elevada (Axelson *et al.*, 2010).

**A reestruturação do *governance*** de empresas em dificuldades pode assumir uma especial dimensão no caso do relacionamento destas empresas com os diversos *stakeholders*, que tenderá a apresentar-se desgastado nestes casos. Liou e Smith (2007) apontam mesmo as mudanças na gestão de topo como uma pré-condição para o sucesso destas operações, particularmente para estabilizar a confiança dos bancos e credores na capacidade da empresa ultrapassar as suas dificuldades e ainda para motivar os seus colaboradores.

Para além do papel que normalmente exerce no *governance* sobre as empresas alvo dos seus investimentos (Jensen, 1989; Cornelli e Karakas, 2008; Wright *et al.*, 2009), no caso de empresas em *distress* o PE poderá desempenhar um papel muito importante na melhoria desses relacionamentos, tanto com os bancos ou outros credores, como também com os próprios colaboradores, no sentido de uma maior motivação e alinhamento com os objetivos da empresa.

**A reestruturação operacional**, onde tradicionalmente não é colocado tanto ênfase por parte do investidor de PE, assume naturalmente um grande destaque no caso

---

<sup>26</sup> Neste tipo de investimentos só a viabilização de um negócio por si poderá ter subjacente um elevado valor acrescentado, já que é possível que estas empresas sejam adquiridas com desconto, dado a difícil situação em que estas se encontram.

de investimentos em empresas em dificuldades (Kucher e Meitner, 2004). A redefinição do modelo de negócio e das respetivas estratégias de operacionalização nas empresas em *distress*, focando-as nas atividades onde apresentam maiores vantagens comparativas face à concorrência assume-se essencial. Assim podem ser definidas por exemplo medidas para potenciar o volume de receitas, a redução de custos não essenciais, a redução/otimização do investimento, nomeadamente via despesas de investigação e desenvolvimento, e gastos associados, ou a redução de custos operacionais, através do despedimento de trabalhadores. Estas medidas tipicamente permitem gerar, ou pelo menos conservar, mais *cash* (Slatter e Lovett, 1999).

Mais uma vez o PE destaca-se como solução positiva para dar resposta a estes desafios que resultam de uma possível incorreta definição de estratégia, do modelo de negócio ou da sua operacionalização, aspetos em que a experiência dos *GP*, ou de uma equipa de gestão mais capaz poderá ajudar a ultrapassar. O facto de as empresas de PE e dos seus respetivos fundos se estarem a organizar cada vez mais por indústrias e sectores de atividade pode ser visto como uma prova disso mesmo, pois permite-lhes uma maior especialização e um *expertise* operacional que lhe possibilita acrescentar mais valor aos seus investimentos nesta área (Acharya *et al.*, 2009).

**A reestruturação de ativos** consubstancia-se normalmente em políticas de contração, ou seja, na venda de ativos, desinvestimentos de subsidiárias ou de determinadas divisões ou unidades da empresa, através da sua eliminação ou alienação, permitindo um maior *focus* no seu *core business* (John *et al.*, 1992; Lasfer e Remer, 2010). Estes desinvestimentos podem muitas vezes não ser feitos nas condições mais vantajosas, mas são uma forma de as empresas se centrarem no seu *core*, e de garantirem os meios necessários para se poderem efetivamente recuperar. Sudarsanam e Lai (2001) destacam que as empresas em *distress* se desprendem ou alienam essencialmente os seus ativos não rentáveis e os ativos não relacionados com o seu *core*, embora muitas vezes também ativos rentáveis para poderem cumprir os seus compromissos e evitar uma falência, concentrando-se nos segmentos de negócio nos

quais apresentam vantagens comparativas<sup>27</sup>. Lasfer e Remer (2010) apontam que esta é a estratégia de *turnaround* mais comum para a maior parte das empresas.

No caso de investimentos de PE esta costuma ser uma estratégia normalmente adotada perante empresas que apresentem uma “sobre-diversificação” da sua atividade (Wright *et al.*, 2009). Estas empresas apresentam um crescimento desmedido ou desorganizado perdendo muitas vezes o *focus* no seu *core*, sendo que o desinvestimento de unidades consideradas não prioritárias, lhes permite focar nas atividades principais e ainda reunir fundos para fazer frente a novos investimentos ou mesmo distribuir dividendos, rentabilizando desde logo pelo menos uma parte dos seus investimentos dos fundos de PE. Uma vez que o PE está associado a importantes injeções de capital nas empresas em que intervém, seja através de capital dos fundos ou de dívida, a questão da liquidez não se deverá apresentar especialmente relevante no caso do *Distress PE*, pelo que neste tipo de reestruturação o seu papel não deverá diferir significativamente do levado a cabo pelos tradicionais investimentos de PE.

O sucesso dos investimentos de PE não está contudo apenas dependente das alterações que introduz nas empresas alvo, uma vez que também se encontra exposto a a importantes fatores externos. Tem por exemplo de se adaptar aos diferentes contextos institucionais, nomeadamente aos diferentes modelos sociais, às diferenças entre as relações industriais ou aos diferentes enquadramentos jurídicos e fiscais que persistem entre os países (Bacon *et al.*, 2010 ou Wright *et al.*, 2009). No mesmo sentido, podemos destacar o papel de condições de crédito favoráveis, um dos principais *drivers* nos montantes de alavancagem por parte das operações de PE (Axelson *et al.*, 2010) ou ainda a importância da conjuntura económica (Klein *et al.*, 2013; Strömberg, 2008).

No caso do *Distress PE* são vários os estudos que reforçam o papel de fatores externos no sucesso destes investimentos, em especial o do contexto macroeconómico em cada momento, bem como das expectativas quanto à sua evolução (Kucher e Meitner, 2004; Danovi, 2010 ; Aichholzer e Pelzer, 2003).

---

<sup>27</sup> Datta e Iskandar-Datta (1995) observam que as empresas em *distress* optam pela alienação de ativos tanto antes (69,6%) como depois (65,9%) de entrarem em insolvência.

### 3. O Impacto do PE nas empresas em *distress* financeiro

#### 3.1. Amostra e Metodologia

##### 3.1.1. Seleção da amostra

O presente estudo pretende avaliar o impacto do PE nas empresas em *distress* financeiro alvo dos seus investimentos, nomeadamente na performance operacional, no crescimento e no endividamento após a aquisição. Com esse objetivo foram selecionadas, com recurso à base de dados *Mergermarket*<sup>1</sup>, todas as aquisições de empresas com sede na Europa que se encontrassem numa situação de *distress* financeiro, isto é que estivessem perante um processo de insolvência<sup>2</sup>, ocorridas entre 1998 e 2009. As aquisições teriam que ser classificadas como BO e ter a participação de um operador de PE. De acordo com estes critérios foram identificadas 192 transações, conforme exposto na Tabela 1:

**Tabela 1 – Amostra das transações retiradas do *Mergermarket***

Ano da operação	MBO	BIMBO	EBO	IBI	MBI	IBO	Total
1998	0	0	0	0	0	2	2
1999	1	0	1	0	0	0	2
2000	1	0	0	1	0	2	4
2001	10	0	0	0	0	1	11
2002	5	0	0	2	1	4	12
2003	12	0	0	3	1	5	21
2004	14	3	1	3	2	1	24
2005	10	0	0	3	0	5	18
2006	4	1	0	3	1	7	16
2007	6	1	0	3	0	4	14
2008	8	1	1	0	3	9	22
2009	29	0	0	5	0	12	46
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>52</b>	<b>192</b>

<sup>1</sup> Uma das mais alargadas bases de dados de fusões e aquisições a nível mundial, pertencente ao Financial Times Group. Uma descrição mais detalhada da base de dados está disponível em Apêndice.

<sup>2</sup> Optou-se por esta definição por razões de viabilidade e ordem prática, nomeadamente relacionadas com a base de dados utilizada. Esta classificação (considerada por vezes subclassificação), de *distress*, encontra-se suportada em diversa literatura existente (*e.g.*, Altman, 1983; Kucher e Meitner, 2004 ou Aichholzer e Pelzer, 2003); A este respeito ver o ponto 2.2.2.. Como exemplo de outra definição utilizada ver Lasfer e Remer (2010) ou DeAngelo e DeAngelo (1990).

Posteriormente, foi obtida a informação financeira das empresas associadas a cada uma das operações anteriormente identificadas, com recurso à base de dados *Amadeus*<sup>3</sup>, disponibilizada pela *Bureau Van Dijk*. Neste processo, foram excluídas 130 transações para as quais não foi possível obter informação financeira considerada relevante das empresas adquiridas para pelo menos três anos consecutivos entre o ano anterior à operação e os três anos posteriores.<sup>4</sup> A amostra final deste estudo é, deste modo, composta por 62 empresas associadas a transações de *Distress Private Equity* na Europa.

Finalmente foi ainda construída uma amostra de empresas comparáveis<sup>5</sup> para cada uma das empresas pertencentes à amostra com recurso à base de dados *Orbis*<sup>6</sup>, disponibilizada igualmente pela *Bureau Van Dijk*, tendo em vista o ajustamento da evolução verificada nas empresas da amostra pela evolução evidenciada pelas empresas do mesmo sector, durante o mesmo período de tempo. As empresas comparáveis foram seleccionadas com base em três critérios relativamente às respetivas empresas da amostra: (i) mesmo sector de atividade, medido pelos três dígitos do *SIC Code*; (ii) sede no mesmo país; e (iii) dimensão equivalente<sup>7</sup>.

### **3.1.2. Descrição da amostra**

#### **3.1.2.1. Descrição das transações**

Conforme se pode observar na Tabela 2 as transações da amostra apresentam-se distribuídas entre o ano de 2000 e 2009 de forma relativamente equilibrada, embora se possa destacar uma ligeira tendência crescente no número de transações ao longo dos

---

<sup>3</sup> Para uma descrição mais detalhada ver Apêndice.

<sup>4</sup> Considerou-se como informação relevante a disponibilidade de informação para pelo menos uma das seguintes variáveis: turnover, EBIT e Ativo.

<sup>5</sup> Neste capítulo utilizaremos os termos empresas comparáveis, sector e indústria indistintamente.

<sup>6</sup> Para uma descrição mais detalhada ver Apêndice.

<sup>7</sup> As empresas foram divididas em quatro categorias: pequena (S), média (M), grande (L) e muito grande (VL), com base em três critérios: valor das vendas, número de colaboradores e valor total do ativo. **S** – as empresas que não se enquadrem em nenhuma das outras categorias; **M** – vendas > 1 milhão de euros ou total do ativo > 2 milhões de euros ou número de colaboradores > 15; **L** – vendas > 10 milhões de euros ou total do ativo > 20 milhões de euros ou número de colaboradores > 150; **VL** – vendas > 100 milhões de euros ou total do ativo > 200 milhões de euros ou número de colaboradores > 1000.

anos, com o ano de 2009 a revelar o valor mais elevado (10 transações). Por um lado, tal pode justificar-se pela conjuntura económica despoletada com a crise económica mundial em 2007, que se terá refletido num aumento do número de *defaults*, favorecendo dessa forma este tipo de operações. Por outro lado, as crescentes obrigações declarativas permitem a existência de cada vez mais informação disponível sobre empresas privadas, o que também poderá contribuir para esta situação.<sup>8</sup>

**Tabela 2 – Distribuição do número de transações da amostra por ano<sup>9</sup>**

Ano	Número de transações	Percentagem (%)
2000	3	4,84%
2001	4	6,45%
2002	4	6,45%
2003	6	9,68%
2004	7	11,29%
2005	6	9,68%
2006	7	11,29%
2007	8	12,90%
2008	7	11,29%
2009	10	16,13%
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100%</b>

A diferente penetração do PE entre os diferentes países europeus (Bacon *et al.*, 2010) também se parece verificar para o caso dos seus investimentos em empresas em *distress* financeiro, como podemos constatar na desigual distribuição geográfica das transações da amostra, visível na Tabela 3. A exemplo do que se observa para o PE em geral (Jenkinson e Sousa, 2013) também no caso de *Distress PE* a maior parte das operações aparenta situar-se no Reino Unido (40,32%). É ainda de destacar ainda o número de operações apresentadas pela Alemanha, França e Holanda que conjuntamente com o Reino Unido superam 85% das operações da amostra. As reduzidas operações obtidas para os outros países podem ser compreendidas pelas fortes barreiras que ainda se apresentam ao PE em alguns países e que eventualmente se

<sup>8</sup> Ver Ponto 2.2.4.1..

<sup>9</sup> De notar que, embora o presente estudo abrangesse o período entre 1998 e 2009, a amostra final só dispõe de dados para transações após o ano de 2000.

poderão reforçar no caso de investimentos em empresas que se encontram com processos de insolvência.<sup>10</sup>

**Tabela 3 - Localização geográfica das empresas adquiridas**

País	Número de transações	Percentagem (%)
Reino Unido	25	40,32%
Alemanha	15	24,19%
França	7	11,29%
Holanda	6	9,68%
Itália	3	4,84%
Outros	6	9,68%
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100%</b>

Na Tabela 4 podemos observar que entre os diferentes tipos de operações de *Distress PE* os *Management Buy-Out* (MBO) são os mais comuns, abrangendo praticamente metade da amostra. Tal poderá significar que, neste tipo de investimentos, os investidores de PE privilegiam o facto de poder contar com o apoio e *know-how* de colaboradores que já pertenciam à gestão das empresas, capitalizando o assim conhecimento destes sobre as empresas e garantido uma fonte de informação privilegiada antes de avançarem com a operação, reduzindo em parte o risco que lhes está inerente. É também de destacar o elevado número de operações de *Institutional Buyout* (IBO), que demonstra que, não raras vezes, o investimento é feito apenas por um único fundo de PE, adquirindo 100% do capital da empresa em *distress* financeiro<sup>11</sup>. Os restantes tipos de operações apresentam-se residuais, envolvendo no seu conjunto apenas cinco transações da amostra.

<sup>10</sup> Ver Ponto 2.2.1.1 e 2.2.4.2..

<sup>11</sup> O que não invalida naturalmente que possa ter o apoio por exemplo de instituições financeiras sob a forma de dívida.

**Tabela 4 - Tipos de transação das empresas da amostra**

<b>Tipo de Operação<sup>12</sup></b>	<b>Número de transações</b>	<b>Percentagem (%)</b>
MBO	29	46,77%
IBO	19	30,65%
IBI	9	14,52%
MBI	2	3,23%
EBO	2	3,23%
BIMBO	1	1,61%
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100%</b>

BIMBO – *Management Buy-Out*; EBO - *Employee Buy Out*; IBI - *Institutional Buy In*; IBO - *Institutional Buy Out*; MBI - *Management Buy-In*.

### 3.1.2.2. Descrição das empresas adquiridas

A dimensão das empresas da amostra é apresentada na Tabela 5. A maior parte das empresas adquiridas (*i.e.*, mais de 90%) são consideradas grandes ou muito grandes (*i.e.*, com pelo menos vendas superiores a 10 milhões de euros ou um valor do ativo superior a 20 milhões de euros ou um número de colaboradores superior a 150), o que se deverá certamente estender à dimensão das operações de BO que lhes estão associadas. Esta é aliás uma característica associada às transações realizadas por *PE* (Strömberg, 2008; Jenkinson, 2006), sendo que os investimentos em empresas em *distress* parecem também manter essa particularidade.

**Tabela 5 - Dimensão das empresas da amostra**

<b>Dimensão da Empresa alvo</b>	<b>Número de transações</b>	<b>Percentagem (%)</b>
Grande	41	66,13%
Muito Grande	16	25,81%
Média	4	6,45%
Pequena	1	1,61%
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>100%</b>

Pequena: as empresas que não se enquadrem em nenhuma das outras categorias.

Média: vendas > 1 milhão de euros ou total do ativo > 2 milhões de euros ou número de colaboradores > 15.

Grande: vendas > 10 milhões de euros ou total do ativo > 20 milhões de euros ou número de colaboradores > 150.

Muito Grande: vendas > 100 milhões de euros ou total do ativo > 200 milhões de euros ou número de colaboradores > 1000.

<sup>12</sup> Uma descrição de cada um destes tipos de operações encontra-se disponível em Apêndice.



As Tabelas 6 e 7 resumem algumas características, no ano anterior à transação, das empresas da amostra e da indústria, respetivamente. As diferenças que se podem observar entre as empresas em *distress* e respetivas indústrias nos valores médios e medianos apresentados tanto no valor total do ativo, como no volume de vendas e número de colaboradores, reforçam a anterior conclusão sobre a dimensão relativamente elevada deste tipo de operações<sup>13</sup>. Por sua vez, as diferenças verificadas para o caso dos resultados operacionais (EBIT) são representativas da situação de dificuldades vivida pelas empresas da amostra, apresentando um resultado médio negativo de -1,2 milhões de euros e mediana negativa de -81 mil euros, enquanto os valores para o sector são ambos positivos, de 1,22 e 0,6 milhões de euros, respetivamente.

Neste contexto, são também de destacar as diferenças nas volatilidades apresentadas que são significativamente mais elevadas no caso da amostra (*i.e.*, apresentam um desvio-padrão muito mais elevado que as empresas comparáveis para todas as variáveis consideradas), o que se poderá justificar por uma grande diversidade, ou instabilidade, da situação financeira e patrimonial das empresas em *distress*, abrangidas pela análise realizada.

**Tabela 6 - Características das empresas da amostra antes do BO**

Variável	Nº de obs.	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Mediana
Total Ativo	28	218.902	2.263.892	0	531.801	22.227
Turnover	23	171.327	2.010.789	0	421.713	32.599
EBIT	27	-1.200	108.484	-98.991	29.569	-81
Nº colaboradores	21	802	3.295	0	1.074	281

Valores em milhares de euros

<sup>13</sup> Embora no que respeita a dimensão as empresas comparáveis tendencialmente se enquadrem na mesma categoria da respetiva empresa em *distress* constante da amostra.

**Tabela 7 - Características das empresas comparáveis antes do BO**

Variável	Nº de obs.	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Mediana
Total Ativo	20	41.222	239.859	204	63.725	12.333
Turnover	15	50.138	166.042	122	53.794	26.301
EBIT	19	1.227	9.493	-466	2.190	577
Nº colaboradores	15	208	769	2	247	84

Valores em milhares de euros

A situação do endividamento e da estrutura de capitais das empresas da amostra e a dos correspondentes setores, no ano anterior à operação, pode ser analisada nas Tabelas 8 e 9. De novo se destacam relevantes diferenças nas volatilidades apresentadas (*i.e.*, as empresas em processos de insolvência registam desvios-padrões bem mais elevados que as respetivas indústrias), o que poderá, em parte, ser justificado, para além do argumento já apresentado, pela existência de significativos *outliers* na amostra de empresas em *distress*. É interessante notar que a mediana da variação do valor da dívida de longo prazo é nula e a da dívida de curto prazo é relativamente baixa, 54 mil euros, sendo mesmo inferior aos correspondentes valores apresentados pelo setor, o que em termos médios não se verifica. Esta situação (principalmente a relativa à dívida de longo prazo), pode resultar de uma compreensível maior dificuldade na obtenção de financiamento por parte das empresas em *distress*.

Por fim, é possível contrastar a variação da autonomia financeira apresentada pelas empresas da amostra (média e mediana de cerca 9%) com a apresentada pelas empresas comparáveis (média e mediana de aproximadamente 31%), o que reflete o expectável desequilíbrio económico apresentado pelas empresas em insolvência. Esta baixa autonomia financeira apresentada reduz certamente a potencial capacidade de alavancagem destas empresas, distinguindo as empresas em *distress* dos alvos normalmente apontados ao PE (com elevado potencial de alavancagem) (Ivashina e Kovner, 2011).

**Tabela 8 - Características do endividamento antes do BO**

Variável	Nº de obs.	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Mediana
Dívida de CP	28	7.602	83.095	0	17.489	54
Dívida de LP	27	118.191	1.601.613	0	335.043	0
Dívida Total Liquida	27	78.089	755.469	-3.061	181.966	4.459
Juros	20	11.599	75.547	198	22.381	1.008
Autonomia Financeira	27	9,23%	100,00%	-115,02%	51,11%	9,15%

Valores em milhares de Euros

**Tabela 9 - Características do endividamento das empresas comparáveis antes do BO**

Variável	Nº de obs.	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Mediana
Dívida de CP	20	1.178	8.982	0	2.097	376
Dívida de LP	18	3.091	25.556	0	6.494	150
Dívida Total Liquida	18	4.550	39.097	-1.267	9.669	765
Juros	15	782	4.728	2	1.264	212
Autonomia Financeira	19	31,51%	67,67%	1,44%	13,94%	30,98%

Valores em milhares de Euros

### 3.1.3. Metodologia

O estudo realizado compreendeu, para cada empresa considerada, a análise da evolução de determinadas variáveis e indicadores para um período de cinco anos. Tendo por base o ano da transação (n), são analisados o próprio ano transação (n) e os três anos que se lhe seguem (n+1, n+2 e n+3). Para cada ano analisado, são calculadas as variações dos indicadores ou variáveis face ao ano precedente<sup>14</sup>.

Deste modo, a metodologia utilizada é semelhante à de alguns estudos na área do PE (Jenkinson e Sousa, 2013; Mendes 2011; Veloso, 2012) e consiste em calcular as variações verificadas nos principais indicadores ou variáveis durante o período compreendido entre o ano anterior à aquisição e os três anos seguintes.

<sup>14</sup> Outros estudos que visam analisar o impacto do PE na performance operacional das empresas optaram pelo cálculo das variações dos indicadores relativamente ao ano anterior à operação (Mendes, 2011; Jenkinson e Sousa, 2013). No entanto, tendo em consideração o relativamente baixo número de observações obtidas para o período n-1, preferiu-se a solução exposta.

Anualmente, e para variáveis e indicadores em análise, foram calculadas as variações em causa para cada uma das empresas da amostra (*i.e.*, em termos absolutos), de acordo com a seguinte fórmula:  $(X_i^{n+t} - X_i^{n+t-1})/X_i^{n+t-1}$ , onde  $i$  simboliza a empresa,  $n$  o ano da operação e  $t$  o número de anos após a operação<sup>15</sup>. As variações ajustadas pela indústria, por sua vez, são obtidas pela subtração às variações verificadas para cada empresa da amostra da correspondente mediana das variações apresentadas pelas respetivas empresas comparáveis.

Os resultados são apresentados através da mediana<sup>16</sup> das variações da amostra, tanto em termos absolutos, como em termos ajustados, em detrimento da média, evitando dessa forma distorções que poderiam ser provocadas pelos *outliers*, mais suscetíveis no caso da utilização desta última.

O impacto do PE no crescimento das empresas em *distress* alvo dos seus investimentos foi analisado com recurso a quatro variáveis: (a) o valor total do ativo, (b) o volume de vendas (*turnover*), (c) o número de colaboradores e (d) os resultados operacionais, antes de resultados financeiros e impostos (EBIT). As três primeiras são utilizadas para avaliar a evolução da dimensão das empresas, enquanto a última permite analisar a capacidade das empresas gerarem *cash* que possa acautelar o serviço da dívida e/ou a sua distribuição pelos acionistas. Todas as variáveis são calculadas antes de impostos, no sentido de isolar o impacto da performance operacional e garantir a comparabilidade entre as diferentes empresas, uma vez que aspetos fiscais podem distorcer o verdadeiro impacto operacional das operações.<sup>17</sup> O crescimento das variáveis foi calculado para cada ano relativamente ao ano anterior, sendo que sempre que o valor apresentado pela variável no ano anterior ao do ano analisado fosse negativo, a taxa de crescimento desse período foi desconsiderada. Este procedimento foi seguido dado que

---

<sup>15</sup> No caso dos três indicadores da performance operacional, do custo do financiamento e da autonomia financeira, as variações foram calculadas em pontos percentuais, através da seguinte fórmula:  $X_i^{n+t} - X_i^{n+t-1}$ .

<sup>16</sup> A mediana é aliás utilizada em vez da média por diversos estudos nesta área (Kaplan, 1989; Guo *et al.*, 2011; Andrade e Kaplan, 1998).

<sup>17</sup> A eficiência fiscal é apontada como um dos principais fatores de criação de valor por parte do PE (Kaplan e Strömberg, 2009).

a consideração daquelas variações poderia desvirtuar os resultados obtidos, o que poderia vir a comprometer as conclusões a retirar.<sup>18</sup>

A análise da performance operacional foi realizada abrangendo três domínios, a rentabilidade, a produtividade e a eficiência das empresas consideradas. Para este efeito foram utilizados três indicadores: (i) a rentabilidade do ativo ou ROA (*return on assets*), dada pela fórmula  $EBIT/Ativo$ , como *proxy* da rentabilidade; (ii) a margem EBIT, dada pela fórmula  $EBIT/Vendas$ , como medida da produtividade; e (iii) o grau de rotação do ativo ou *Turnover Ratio*, dado por  $Vendas/Ativo$  medindo a eficiência na utilização dos recursos das empresas.

O estudo do impacto do *Distress PE* no endividamento e estrutura de capitais das empresas é feito com recurso à evolução da Dívida Total Líquida<sup>19</sup>, do respetivo custo do financiamento<sup>20</sup> e da autonomia financeira<sup>21</sup> apresentada.

Finalmente para as variações e taxas de crescimento obtidas no estudo foi realizado o teste de Wilcoxon<sup>22</sup>, testando se a mediana das mesmas, para cada uma das variáveis ou indicadores, diferem significativamente de zero, aferindo desta forma a robustez dos resultados apresentados.

## 3.2. O impacto após a aquisição

### 3.2.1. Crescimento

A Tabela 10 permite-nos observar as taxas de crescimento apresentadas pelas principais variáveis estudadas das empresas da amostra, mais concretamente a evolução do valor total do ativo, das Vendas e do EBIT. São apresentadas as variações absolutas bem como as variações ajustadas à indústria.

No Painel A podemos observar que o ativo das empresas cresceu em todos os anos para o período analisado e a um ritmo relativamente constante (mediana entre

---

<sup>18</sup> O procedimento adotado poderá levar a uma subvalorização das taxas de crescimento apresentadas, embora permita a apresentação de resultados mais sólidos.

<sup>19</sup> Dada pela fórmula:  $Dívida\ de\ curto\ prazo + Dívida\ de\ longo\ prazo - Disponibilidades$ .

<sup>20</sup> Dado pela fórmula:  $Gastos\ de\ financiamento / (Dívida\ de\ curto\ prazo + Dívida\ de\ longo\ prazo)$ .

<sup>21</sup> Dada pela fórmula:  $Capital\ Próprio / Ativo$ .

<sup>22</sup> O teste realizado é denominado por *Wilcoxon signed-rank test* para uma amostra.

4,5% e 7,5%), com exceção do último ano em que o seu valor se manteve praticamente inalterado. Neste contexto é de referir que nos dois primeiros anos após a operação, o crescimento apresentado é estatisticamente significativo para um nível de confiança de 5%, refletindo algum investimento propulsionado pelo PE nas empresas adquiridas. Se tivermos em conta a evolução das respetivas indústrias, devemos realçar que no ano da operação, embora o ativo aumente, em termos ajustados à indústria este reduziu em 7,5%. Já no primeiro e segundo ano após a operação o valor do ativo aumentou, 2,95% e 4,16%, respetivamente, sendo de destacar mais uma vez a significância apresentada por estes valores (*p-value* de 0,083 e 0,069, respetivamente). No último ano analisado a mediana ajustada à indústria volta a ser negativa, -3,76%, embora este decréscimo não seja estatisticamente significativo.

No Painel B constata-se que, em termos das vendas, estas mantêm-se relativamente constantes no ano da operação, apresentando um importante aumento, estatisticamente significativo, no ano seguinte ao da aquisição, 8,26%. No segundo e terceiro ano após a operação o crescimento das vendas é pouco significativo, mas com tendência crescente. Contudo, se tivermos em consideração o comportamento da indústria durante o mesmo período, podemos observar no ano da transação uma ligeira diminuição das vendas, -1,32%, que se repete nos dois últimos anos de análise com -4,37% e -4,89%, respetivamente. Contrariamente, no primeiro ano após a operação as vendas apresentam um elevado crescimento ajustado de 5,41% e significativo para um nível de confiança de 90%.

No Painel C é possível observar que a variação do número de colaboradores das empresas da amostra é praticamente insignificante no período analisado, registando-se apenas uma aparente diminuição em termos isolados e relativamente ao setor no último ano.

No que respeita aos resultados antes de impostos e resultados financeiros (EBIT), observa-se no Painel D que no ano da operação estes sofrem uma diminuição de cerca de 8%, tanto em termos gerais como ajustados à indústria. Com exceção do segundo ano após a operação em que o EBIT diminui 3,28%, este indicador aumenta consideravelmente, 12,99% e 17,27% respetivamente para o primeiro e terceiro ano após a operação. Se considerarmos o crescimento ajustado à indústria, o EBIT apresenta

um crescimento muito significativo nos três anos seguintes à operação, em especial no primeiro, 29,53% (*p-value* de 0,13). Por fim importa referir relativamente à análise do crescimento do EBIT que os valores apresentados poderão estar subestimados<sup>23</sup>, na medida em que, conforme foi referido na descrição da metodologia do presente estudo, sempre que o valor apresentado por uma variável no ano anterior ao ano em análise fosse negativo, a sua taxa de crescimento foi desconsiderada.<sup>24</sup>

**Tabela 10 – Crescimento das empresas da amostra (valores medianos)**

	<b>n-1 → n</b>	<b>n → n+1</b>	<b>n+1 → n+2</b>	<b>n+2 → n+3</b>
<b>Painel A. Total Ativo</b>				
Variação absoluta	4,52%	<b>7,54%**</b>	<b>6,23%**</b>	<b>-0,11%</b>
Nº de observações	27	50	59	51
Variação ajustada	-7,50%	<b>2,95%*</b>	<b>4,16%*</b>	-3,76%
Nº de observações	19	43	52	48
<b>Painel B. Turnover</b>				
Variação absoluta	-0,06%	<b>8,26%**</b>	0,93%	1,61%
Nº de observações	22	46	55	48
Variação ajustada	-1,32%	<b>5,41%*</b>	-4,37%	-4,89%
Nº de observações	15	40	51	47
<b>Painel C. Número de colaboradores</b>				
Variação absoluta	-1,42%	0,13%	0,94%	-2,17%
Nº de observações	19	36	53	46
Variação ajustada	0,00%	0,29%	0,49%	-3,61%
Nº de observações	9	21	37	46
<b>Painel D. EBIT</b>				
Variação absoluta	-7,93%	12,99%	-3,28%	<b>17,27%</b>
Nº de observações	9	28	41	31
Variação ajustada	-8,90%	<b>29,53%</b>	8,59%	20,81%
Nº de observações	8	26	36	30

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1% respetivamente

Os resultados desta análise apontam assim para um crescimento global das empresas em dificuldades alvo dos investimentos de PE, sendo de destacar o aumento significativo do ativo nos dois primeiros anos após a operação e das vendas no primeiro

<sup>23</sup> Das quatro variáveis analisadas nesta secção o EBIT é a única que pode apresentar valores negativos, pelo que será a única afetada por este procedimento utilizado.

<sup>24</sup> Ou seja, todos os anos em que o EBIT passa de um valor negativo para um valor positivo são desconsiderados, ignorando dessa forma observações que tendencialmente apresentaria uma evolução muito positiva e que deverá ter influência especialmente no caso do ano da operação.

ano após a aquisição, o que evidencia que o PE terá um impacto imediato positivo nas empresas em *distress*. Uma vez que a evidência aponta para um impacto neutro do PE no volume de investimentos realizado pelas empresas adquiridas (Strömberg, 2009; Lerner *et al.*, 2008), os resultados obtidos parece diferir para do impacto tradicional do PE no investimento, o que poderá estar relacionado com o maior destaque dado à reestruturação operacional por parte do *Distress PE* (Kucher e Meitner, 2004).

Os investidores PE parecem portanto contribuir para o crescimento das empresas em *distress*, o que se encontra suportado pelo crescimento do ativo e vendas das empresas da amostra. No entanto, também é necessário ter em consideração que o âmbito da análise realizada abrange apenas os três anos após a transação, pelo que não é possível através do presente estudo retirar conclusões acerca do impacto ao nível do crescimento de longo prazo. Por fim é de destacar o crescimento expressivo evidenciado pelas empresas da amostra para gerar *cash flows* após a transação sugerindo um papel muito relevante do PE a este respeito, reforçado quando comparado com a evolução apresentada por empresas comparáveis.

### **3.2.2. Rentabilidade**

A rentabilidade, medida neste caso pela margem EBIT, representa a capacidade da empresa em criar valor a partir das suas receitas.

Através da Tabela 11 podemos notar que a margem EBIT aumentou para os quatro períodos em observação. Neste contexto é de realçar a tendência crescente apresentada por este indicador, bem como o valor expressivo registado no primeiro ano após a transação (1,98 p.p.).

Analisando a evolução deste indicador ajustado à indústria, observa-se uma diminuição de 0,75 p.p. no ano da operação (relativamente ao ano anterior), e um aumento nos restantes três anos analisados (1,66, 0,27 e 0,78, respetivamente). Neste contexto importa realçar o valor apresentado no primeiro ano após a transação que é mesmo significativo a 10%. Estes resultados sugerem que o principal impacto do *Distress PE* nas empresas ao nível da rentabilidade não será imediato, mas ao longo dos três anos posteriores à aquisição.



**Tabela 11 - Evolução da rentabilidade (valores medianos)**

Margem EBIT	n-1 → n	n → n+1	n+1 → n+2	n+2 → n+3
Variação absoluta	0,21	<b>1,98</b>	0,33	0,65
Nº de observações	22	45	53	46
Variação ajustada	-0,75	<b>1,66*</b>	0,27	0,78
Nº de observações	15	40	49	45

Variações em pontos percentuais

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1% respetivamente

Deste modo podemos concluir que os resultados obtidos mostram uma melhoria na capacidade de gerar *cash-flows* por parte das empresas adquiridas em todo o período analisado, evidenciando uma capacidade significativa do PE em melhorar a rentabilidade deste tipo de empresas. Este impacto positivo é particularmente forte nos três anos que se seguem à transação e também visível quando comparado com a respetiva indústria.

### 3.2.3. Produtividade

A produtividade reflete a capacidade das empresas explorarem os seus recursos de forma a gerar valor, podendo ser aferida através da evolução da rentabilidade do ativo (ROA). Conforme se pode observar na Tabela 12, no ano da aquisição, e face ao ano anterior, as empresas da amostra apresentam uma variação negativa da sua produtividade, tanto em termos absolutos, como em comparação com a indústria, sendo bastante mais expressiva neste último caso (-0,52 p.p. e -2,20 p.p., respetivamente). Para os restantes três anos a variação observada é sempre positiva, quer em termos absolutos quer em termos relativos, ajustada à indústria. Esta diferença do ano da operação para os seguintes parece indiciar que as alterações introduzidas pelo PE não produzem efeitos imediatos, mas são antes fruto de alterações introduzidas nas empresas aquando da sua entrada nos respetivos capitais mas com efeitos no médio/curto prazo.

**Tabela 12 - Evolução da produtividade (valores medianos)**

ROA	n-1 → n	n → n+1	n+1 → n+2	n+2 → n+3
Variação absoluta	-0,52	<b>2,45</b>	0,22	0,10
Nº de observações	27	50	59	51
Variação ajustada	-2,20	<b>2,47**</b>	0,35	1,89
Nº de observações	19	43	52	48

Variações em pontos percentuais

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1% respetivamente

Os resultados do estudo a este respeito evidenciam um impacto positivo do PE nas empresas em *distress*, o qual é especialmente expressivo e significativo no primeiro ano após a operação. Estas conclusões estendem-se à comparação da evolução das empresas da amostra com as respetivas empresas comparáveis.

### 3.2.4. Eficiência

O impacto na eficiência encontra-se representado na Tabela 13 onde é apresentada a evolução do grau de rotação do ativo. Pode-se constatar que o grau de rotação do ativo aumenta no ano da operação e, especialmente no ano após a operação (3,08 p.p. e 14,61 p.p., respetivamente), diminuindo depois, embora em menor dimensão nos dois últimos anos em análise (-2,26 p.p. e -2,98 p.p.). Se tivermos em consideração o ajustamento ao sector observámos um aumento significativo da evolução deste rácio no ano da operação (8,34 p.p.), uma evolução nula no ano após a operação e uma diminuição nos anos seguintes (-3,56 p.p. e -2,66 p.p.).

**Tabela 13 - Evolução da eficiência (valores medianos)**

Turnover ratio	n-1 → n	n → n+1	n+1 → n+2	n+2 → n+3
Variação absoluta	3,08	<b>14,61</b>	<b>-2,26*</b>	-2,98
Nº de observações	23	46	53	46
Variação ajustada	8,34	0,00	<b>-3,56</b>	-2,66
Nº de observações	15	41	49	45

Variações em pontos percentuais

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1% respetivamente

Estes dados revelam um impacto positivo quase imediato do PE nas empresas em *distress* ao nível da eficiência, ou seja no ano da operação e no ano seguinte. No entanto após esse período passa a verificar-se uma deterioração da eficiência tanto em termos absolutos, como relativamente ao setor. Em termos globais, tendo em consideração a amostra e período analisado, pode afirmar-se que o impacto do PE na eficiência das empresas em insolvência se mostra muito positivo no primeiro ano após a aquisição, embora em linha com a evolução da indústria.

No global, podemos portanto concluir que o impacto do PE ao nível da *performance* operacional é extremamente positivo, permitindo às empresas melhorar a rentabilidade e produtividade. No entanto, esse impacto não é imediato assistindo-se mesmo a uma deterioração da *performance* operacional no ano da aquisição sendo que nos três anos que se lhe seguem a evolução é bastante positiva. O impacto ao nível da eficiência revela-se mais modesto, apresentado uma melhoria inicial no ano da transação e no ano seguinte, embora nos últimos dois anos analisados se verifique uma deterioração. Estes resultados sugerem portanto que o PE facilitará a reestruturação operacional das empresas em dificuldades, conseguindo acrescentar-lhes valor.

### **3.2.5. Alavancagem e financiamento**

A Tabela 14 mostra o crescimento da dívida total líquida, obtida pela soma da dívida de curto e longo prazo e subtraída do valor de caixa e equivalentes. A taxa de crescimento mediana da dívida total líquida das empresas da amostra é de 6,82%, 16,96%, 0,5% e -5,13%, respetivamente no ano da aquisição e nos três anos posteriores. Ajustando estes resultados aos verificados pelas respetivas indústrias, podemos observar um enorme crescimento da dívida logo no ano do BO, 48,96%, a que se seguem crescimentos anuais significativos mas decrescentes, 18,59% e 7,89% respetivamente, para no último ano em análise se verificar uma diminuição similar à observada em termos absolutos. A aquisição das empresas surge assim associada à introdução de dívida tanto no ano da operação como nos dois anos que se lhe seguem, eventualmente relacionada com uma reestruturação financeira das empresas em causa. No terceiro ano, por sua vez, a diminuição da dívida poderá estar relacionada com uma diminuição do investimento

realizado pelas empresas, refletindo a preparação da saída das empresas de PE destes investimentos.

**Tabela 14 - Evolução da Dívida Total Líquida (valores medianos)**

<b>Dívida Total Líquida</b>	<b>n-1 → n</b>	<b>n → n+1</b>	<b>n+1 → n+2</b>	<b>n+2 → n+3</b>
Variação absoluta	<b>6,82%</b>	<b>16,96%*</b>	0,50%	-5,13%
Nº de observações	17	30	42	39
Variação ajustada	<b>48,96%</b>	<b>18,59%*</b>	7,89%	-5,54%
Nº de observações	11	25	35	37

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1% respetivamente

A Tabela 15 apresenta a evolução da autonomia financeira e dos custos de financiamento. É de constatar que do ano anterior à operação para o ano do BO, a autonomia das empresas da amostra sofre uma deterioração, tanto em termos absolutos como em comparação com a indústria de 0,26 e 1,16 p.p. respetivamente. Nos três anos subsequentes à aquisição, há já uma melhoria deste rácio, que se revela mais modesta quando comparada com a evolução da indústria.

No que respeita à evolução do custo de financiamento observa-se o seu aumento no ano da operação, tanto em termos absolutos como em comparação com a indústria, 1,08 p.p. e 1,18 p.p., respetivamente, o que se poderá explicar pelo aumento do montante de dívida, anteriormente evidenciado, e consequentemente do risco da empresa. Nos anos posteriores à aquisição, os custos de financiamento aumentam no primeiro ano (0,16 p.p.), diminuem no segundo (0,19 p.p.) e voltam a aumentar no terceiro ano (0,17 p.p.). No entanto, nenhuma destas variações é estatisticamente significativa. Os valores ajustados são similares e também não estatisticamente significativos.

A evolução deste indicador tem naturalmente de ser interpretada conjuntamente com a variação observada no valor da dívida. Neste sentido, embora se verifique um ligeiro aumento do custo de financiamento no momento da transação, não podemos deixar de destacar o crescimento expressivo do volume da dívida, no mesmo período. De facto, se excluirmos o aumento inicial de cerca de um ponto percentual do custo de financiamento, nos três anos que se seguem à aquisição a variação do custo de

financiamento mostra-se residual, sendo quem em termos agregados parece diminuir nesse período em comparação com a indústria, mesmo num cenário em que a dívida total aumenta consideravelmente.

**Tabela 15 - Evolução da estrutura de capitais e do custo de financiamento (valores medianos)**

	<b>n-1 → n</b>	<b>n → n+1</b>	<b>n+1 → n+2</b>	<b>n+2 → n+3</b>
<b>Autonomia Financeira</b>				
Varição absoluta	-0,26	2,57	0,74	1,19
Nº de observações	27	50,00	59,00	51,00
Varição ajustada	-1,16	1,21	0,47	0,54
Nº de observações	19	43	52	48
<b>Evolução do custo financiamento</b>				
Mediana (da variação)	1,08	0,16	-0,19	0,17
Nº de observações	19	38,00	45,00	39,00
Varição ajustada	1,18	-0,33	0,03	<b>0,19</b>
Nº de observações	13	32	37	36

Variações em pontos percentuais

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 10%, 5% e 1% respetivamente

Embora a reestruturação operacional seja apontada como a mais relevante para o sucesso do *turnaround* de uma empresa, a reestruturação financeira das empresas em dificuldades não pode ser descorada, sendo também um dos aspetos essenciais a ter em consideração neste tipo de operações (Lasfer e Remer, 2010). O conceito utilizado para empresas em *distress* no presente estudo, empresas em processo de insolvência, e o facto de uma parte significativa do período alvo do estudo realizado se caracterizar por uma forte restrição das empresas ao crédito, reforçam a importância deste aspeto neste contexto<sup>25</sup>.

A análise efetuada evidencia que as empresas adquiridas pelos investidores de PE aumentam de forma considerável a dívida total líquida. Tal pode ser resultado do facto de os fundos de PE terem alavancado o seu investimento aquando da aquisição da participação e posteriormente terem transferido esse endividamento para a empresa, ou

<sup>25</sup> Pode ser acrescentado que mais de 40% das empresas da amostra dizem respeito a transações ocorridas em ou após 2007.

pelo contrário o facto de após a entrada de um investidor de PE no capital das empresas, estas verem viabilizadas a obtenção de financiamento essencial à sua sobrevivência. No entanto, importa destacar que a variação do rácio de autonomia financeira é positiva nos três anos após as transações, o que deverá significar que as empresas de PE também injetam fundos próprios nas empresas após a transação, garantindo-lhes a liquidez necessária para fazerem frente aos investimentos pretendidos<sup>26</sup>.

Tendo em consideração as dificuldades atravessadas pelas empresas analisadas, a variação do custo de financiamento, que em termos agregados ao longo período observado é inferior a 1,5 pontos percentuais, tanto em termos absolutos como em comparação com o mercado, poderá ser considerada relativamente residual, face à dívida contraída no mesmo período. Os resultados obtidos no presente estudo, a par de outros estudos sobre PE (Ivashina e Kovner, 2011), aparentam portanto que o *Distress PE* terá um efeito positivo no acesso ao crédito por parte das empresas alvo dos seus investimentos e em condições que poderão ser consideradas favoráveis.

### 3.2.6. Limitações do estudo realizado

Os investimentos de PE em empresas em *distress* apresentam-se como um tema praticamente inexplorado pelo meio académico. O fraco destaque dado a esta área pode ser em parte compreendido pela grande dificuldade em obter informação<sup>27</sup> sobre as operações em causa, que é aliás referido nos estudos sobre o tema (Kucher e Meitner, 2004; Aichholzer e Pelzer, 2003; Danovi, 2010)<sup>28</sup>.

A sujeição, ao que é denominado na literatura internacional, por *survivorship bias*<sup>29</sup>, e cuja importância é destacada por exemplo por Cochrane (2005), apresenta-se

---

<sup>26</sup> Conforme é possível observar no Ponto 3.2.1, as empresas em *distress* apresentam um aumento do valor total do ativo nos dois anos que se seguem à aquisição, o que reflete algum investimento realizado.

<sup>27</sup> É possível referir que o maior obstáculo à realização do presente estudo consistiu efetivamente na dificuldade da obtenção de uma amostra com informação sólida.

<sup>28</sup> Este facto encontra-se refletido na metodologia adotada por estes estudos, que recorrem à realização de inquéritos e entrevistas, contornando dessa forma a dificuldade na obtenção da informação quantitativa.

<sup>29</sup> A exigência de informação financeira para pelo menos três anos consecutivos implica a desconsideração de todas as empresas em *distress* alvo de investimento de PE que faliram durante os

como importante limitação deste estudo e implica naturalmente uma interpretação prudente dos resultados obtidos.

Por fim importa o relativamente baixo número de observações estatisticamente significativas no presente estudo é uma realidade e limitação do presente estudo. Não obstante, esta situação era expectável dada a relativamente pequena dimensão da amostra (ou das observações disponíveis) face ao abrangente âmbito geográfico do estudo, assim como pelas características muito singulares que por vezes as empresas em processos de insolvência apresentam.

---

primeiros dois anos, o que dado os expectáveis fracos resultados operacionais apresentados por estas empresas, poderá sobrevalorizar os resultados do presente estudo.

## 4. Conclusão

Como apontam Liou e Smith (2007), na generalidade dos estudos financeiros o foco é colocado mais nos aspetos negativos, como os custos do *distress* e das reestruturações financeiras, do que propriamente nos seus potenciais benefícios. No caso específico do mercado de PE, com o despertar da recente crise financeira, grande parte dos estudos têm-se debruçado, como vimos, sobre o impacto do PE na estabilidade do sistema financeiro e no risco de insolvência das empresas. No entanto, um aspeto interessante que tem sido cada vez mais levantado é qual o da potencial contribuição do PE na superação da presente recessão económica, mais especificamente na recuperação de empresas que se encontram em dificuldades (Gregory, 2013). É apontado por alguns autores que o PE poderá desempenhar um papel positivo na superação económica da crise (Strömberg, 2009), nomeadamente através da reabilitação de empresas em dificuldades e dinamizando a economia.

A presente dissertação, tanto quanto é do meu conhecimento, apresenta-se como primeiro estudo quantitativo que se dedica exclusivamente aos investimentos de PE em empresas em *distress* financeiro, analisando concretamente as empresas que enfrentam processos de insolvência.

Os resultados do estudo realizado revelam um impacto positivo do PE na *performance* operacional das empresas em dificuldades financeiras, evidenciando sobretudo melhorias na sua rentabilidade e produtividade, embora o efeito na eficiência não seja tão claro. As conclusões mantêm-se mesmo quando os resultados são ajustados pelo comportamento evidenciado pelas empresas do mesmo setor, reforçando desse modo o papel positivo do PE a este respeito.

No mesmo sentido, o *Distress PE* parece promover o crescimento das empresas onde investe, observando-se um claro aumento do valor do ativo e das vendas destas empresas, sobretudo no período que se segue à transação, sugerindo que o PE permite e potencia o investimento realizado por estas empresas. O expressivo aumento observado do EBIT das empresas em *distress*, por sua vez, revela que o PE lhes proporciona uma clara melhoria na capacidade de gerar *cash-flows*, especialmente notória quando ajustado pelos respetivos setores.



Por fim, o presente estudo aponta ainda para um efeito favorável do PE no acesso à banca, permitindo a contração de novos financiamentos em condições relativamente mais favoráveis. O aumento do endividamento, particularmente notório no ano da aquisição e no ano seguinte, sugere que estas operações a exemplo do típico investimento de PE, também envolvem um aumento das dívidas das empresas corroborando os estudos que apontam para um acesso privilegiado do PE à banca.

A melhor performance operacional, o crescimento das empresas e o melhor acesso a financiamento, sugerem portanto a capacidade do PE acrescentar valor às empresas em dificuldades e de efetivamente contribuir para a sua recuperação.

É curioso notar que no caso de grande parte das críticas ao PE, nomeadamente quanto ao seu impacto social (*i.e.*, emprego, salários, inovação, risco sistémico), no caso da aquisição de empresas em *distress* este aparenta ser bastante mais consensual, na medida em que se for capaz realmente de recuperar as empresas em que investe, será inegável que a sua contribuição será positiva a todos estes níveis, evitando todos os efeitos indesejáveis que a falência de empresas acarreta, contribuindo ainda para a dinamização da economia. Efetivamente o relacionamento especial com a banca, a disponibilidade de capital, a especialização em determinadas indústrias e sectores, os contactos privilegiados ou a influência que poderá exercer dada a elevada dimensão dos seus investimentos, as alianças estratégicas que poderá potenciar e os recursos humanos de elevado valor e altamente especializados disponíveis para apoiar a recuperação de empresas, parecem colocar o PE numa ótima posição para ajudar a ultrapassar a crise económica, recuperando empresas em dificuldades, evitando os efeitos nefastos de possíveis falências e dinamizando a economia.

Com o PE a assumir-se como um dos mais interessantes e importantes desenvolvimentos na provisão de capital às empresas das últimas décadas (Jenkinson, 2006), importará hoje mais que nunca saber explorá-lo e aproveitá-lo para recuperar da situação económica e mundial atualmente vivida.

Dado que este estudo se apresenta de certa forma como pioneiro no contexto das investigações sobre investimentos de PE em empresas em *distress* financeiro, importará naturalmente alargar o âmbito do estudo realizado, permitindo conhecer melhor este mercado.

Strömberg (2009) aponta que a performance dos fundos de PE é superior nos investimentos realizados em períodos de contração económica em relação a investimentos realizados em *booms*. Esta análise para o caso dos investimentos em *distress* será um interessante tema a analisar, dado que neste caso parecem haver mais oportunidades de investimento em período de contração económica e de aumento do número de *defaults* por parte das empresas, analisando também a atratividade deste tipo de operações para os operadores de PE.

Os regimes jurídicos de cada país assumem também influência no desenvolvimento do mercado de PE, com especial relevância nos seus investimentos em empresas em *distress*. Como Wilson e Wright (2011) afirmam: a legislação de processos de insolvência e recuperação de empresa “(...) *aimed to promote a corporate rescue culture and increase the likelihood of the continuation of a business as a going concern*”. Neste sentido, outra oportunidade para investigação futura será entender qual o papel da regulação no mercado de PE, analisando de que forma poderá potenciar os seus efeitos positivos na economia.

## 5. Bibliografia

- Acharya, V., Hahn, M., & Kehoe, C. (2009). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Working Paper, NY Stern*.
- Aichholzer, C., & Pelzer, J. (2003). The Challenges Of German Turnaround Investing. *Working Paper of Harvard Business School, Cambridge*.
- Altman, E. (1983). Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding and Dealing with Bankruptcy. *New York: John Wiley & Sons*.
- Amess, K., Girma, S., & Wright, M. (2008). What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK? *Nottingham University Business School Research Paper No. 2008-01*, <http://ssrn.com/abstract=1270581> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1270581>.
- Andrade, G., & Kaplan, S. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *The Journal of Finance Volume 53, Issue 5, pages 1443–1493, October 1998*.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. (2010). Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *Journal of Finance, Forthcoming*.
- Bacon, N., Wright, M., Scholes, L., & Meuleman, M. (2010). Assessing the impact of private equity on industrial relations in Europe. *Human Relations September 2010, vol. 63, no. 9, 1343-1370*.
- Cochrane, J. (2005). The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics 75, 3–52*.
- Cornelli, F., & Karakas, O. (2008). Is the corporate governance of LBOs effective? *Working paper London Business School, in The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008 - World Economic Forum*.
- Danovi, A. (2010). Private Equity for Distressed Companies in Italy. *Esperienze d'impresa, Vol. 1, 125-143*.

- Davis, S., Haltiwanger, J., Jarmin, R., Lerner, J., & Miranda, J. (2009). Private equity, jobs and productivity. *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009 World Economic Forum 24*.
- Davis, S., Lerner, J., Haltiwanger, J., Miranda, J., & Jarmin, R. (2008). Private equity and employment. In: Lerner, J. and Gurung, A. (eds.) *The Global Impact of Private Equity Report 2008*, Globalization of Alternative Investments, 43–64. Working Papers Volume 1, World Economic Forum.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend Policy and financial distress: Na empirical investigation of troubled NYSE firms. *Journal of Finance*, Vol. 45 (5), 1415-1431.
- DeGeorge, F., Martin, J., & Phalippou, L. (2013). Is the rise of secondary buyouts good news for investors? *Working paper, Swiss Finance Institute, University of Lugano, University of Amsterdam and Saïd Business School*.
- Deloitte. (2013). The economic contribution of private equity in Australia. *The Australian Private Equity and Venture Capital Association Limited (AVCAL)*.
- EVCA. (2008). Benchmarking European Tax and Legal Environments, Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association. *Benchmarking Paper*.
- Feder, W., & Lagrange, P. (2002). Considerations for investors before investing in bankrupt companies. *The journal of private equity*.
- Goldsstein, R., Mrofka, R., & Friscia, L. (2009). Distress M&A. *Private Equity Developments*, 4-5.
- Gregory, D. (2013). Private equity and financial stability. *Quarterly Bulletin 2013 Q1*. Banco de Inglaterra.
- Guo, S., Hotchkiss, E., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance*, 66(2), 479–517.
- Harris, R., Siegel, D., & Wright, M. (2005). Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, 87, 148-153.

- Hotchkiss, E., & Mooradian, R. (1997). Vulture investors and the market for control of distressed firms. *Journal of Financial Economics*, Volume 43, Issue 3, 401–432.
- Hotchkiss, E., Smith, D., & Stromberg, P. (2011). Private Equity and the Resolution of Financial Distress. *Paper presented at the Collier Private Equity Institute Conference, London Business School*.
- Ivashina, V., & Kovner, A. (2011). The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking. *Review of Financial Studies* 24, no. 7, 2462–2498.
- Jenkinson, T. (2006). The development and performance of European private equity. *Working Paper, University of Oxford*.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2013). Keep taking the private equity medicine? *Working Paper. Saïd Business School, Oxford University*.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, sep-oct, 61-74.
- John, K., Lang, L., & Netter, J. (1992). The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. *Journal of Finance*, Vol. 47 (3), 891-917.
- Kaplan, N. (1991). The staying power of leveraged buy-outs. *Journal of Financial Economics*, 29, 287-313.
- Kaplan, S. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics* 24, 217-254.
- Kaplan, S., & Strömberg, P. (2009). Leverage Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives* 23 (1), 121-46.
- Kayo, E., & Famá, R. (1996). Dificuldades Financeiras, Custos de Agência e o Instituto Jurídico da Concordata. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 1, n. 3, 1-8.
- Klein, P., Chapman, J., & Monde, M. (2013). Private Equity and Entrepreneurial Governance: Time for a Balanced View. *Academy of Management Perspectives* vol. 27 no. 1, 39-51.

- Kortweg, A. (2010). The Net Benefits to Leverage. *Journal of Finance* 65, 2137-2170.
- Kucher, A., & Meitner, M. (2004). Private equity for distressed companies in Germany. *The Journal of private equity*.
- Lasfer, M., & Remer, L. (2010). Corporate Financial Distress and Recovery: The UK Evidence. *Working Paper of Cass Business School*.
- Lerner, J., Sørensen, M., & Strömberg, P. (2008). Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation . *Working Paper. Harvard Business School*.
- Liou, D., & Smith, M. (2007). Financial Distress and Corporate Turnaround: A review of the Literature and Agenda for Research. *Journal of Accounting, Accountability and Performance, Vol.13, No.1*, 76-116.
- Mendes, J. (2011). Private Equity in Portugal - An analysis of the portfolio companies' operating performance. *Working Paper. Faculdade de Economia do Porto*.
- Metric, A., & Yasuda, A. (2011). Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. *European Financial Management*, 1-36.
- Payne, J. (2011). Private Equity and its Regulation in Europe. *European Business Organization Law Review, Vol. 12 Issue 4*.
- Preqin. (2011). Preqin Special Report: Distressed Private Equity.
- Rappaport, A. (1990). The staying power of the public corporation. *Harvard Business Review* 1, 96-104.
- Rasmussen, P. (2008). Taming the Private Equity "Locusts". <http://www.project-syndicate.org/commentary/rasmussenp1/English>.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2001). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Singer, I., & Burke, J. (2004). The European Distressed and Defaulted Debt Market: The Market and Opportunities. *Working Paper, NYU Stern School of Business*.
- Slatter, S., & Lovett, D. (1999). Corporate turnaround: Managing companies in distress. *Penguin Books*.
- Smit, H. (2002). The Economics of Private Equity. *Journal of Economic Literature*.

- Smith, A. (1990). Capital ownership structure and performance: the case of management buyouts. *Journal of Financial Economics*, 13, 143-165.
- Sousa, M. (2010). Essays of Private Equity. *Dissertation submitted in fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Keble College, University of Oxford*.
- Sousa, M. (2013). Why do Private Equity firms sell to each other. *Working paper, University of Oxford*.
- Strömberg, P. (2008). The new demography of private equity. Gurung, A. and Lerner, J. (eds.) *Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: Global Economic Impact of Private Equity 2008*, New York: World Economic Forum USA, 3-26.
- Strömberg, P. (2009). The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. *Working Paper. Stockholm School of Economics, Institute for Financial Research (SIRF)*.
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, Vol. 12, 183- 199.
- Thomas, J. (2010). The Credit Performance of Private Equity-Backed Companies in the 'Great Recession' of 2008–2009. *Private Equity Council*.
- Tykvová, T., & Borell, M. (2012). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18.
- Veloso, S. (2012). Venture Capital em Portugal – Análise do impacto ao nível das empresas. *Working Paper. Faculdade de Economia do Porto*.
- Wharton. (2011). Let's Make a Deal: Distressed Companies Appear Ready to Turn to Private Equity. *Wharton Private Equity Review*.
- Wilson, N., & Wright, M. (2011). Private Equity, Buy-outs, and Insolvency Risk. *Working Paper, University of Leeds, Nottingham University Business School*.
- Wilson, N., Wright, M., Siegal, D., & Scholes, L. (2012). Private Equity Portfolio Company Performance Through The Recession. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, No. 1, 193-205.

- Woeller, A. (2012). Private Equity Investments in the BRICS. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*.
- Wright, M., Amess, K., Weir, C., & Girma, S. (2009). Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3):, 353–375.
- Wright, M., Wilson, N., Robbie, K., & Ennew, C. (1996). An Analysis of Failure in UK Buy-outs and Buy-ins. *Managerial and Decision Economics* 17, 57-70.
- Wruck, K. (1990). Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency. *Journal of Financial Economics*, v.27, 419-444.



## Apêndice

### **Base de dados *Mergermarket***

A seleção das transações foi feita com base nos critérios disponíveis pela própria base de dados do *Mergermarket*, tanto para a delimitação geográfica, como para as operações de BO apoiadas por PE. No que respeita à seleção das transações que envolvem a aquisição de empresas em estado de insolvência foi igualmente utilizada uma opção *standard* disponibilizada. A este respeito, conforme se encontra descrito no *Mergermarket* são consideradas as operações que envolvam uma empresa que declare insolvência e que podem envolver a venda de parte ou de todos os seus ativos para obtenção da liquidez necessária para satisfazer os seus credores. No caso concreto da construção da amostra para o presente estudo foram naturalmente apenas consideradas as empresas que após o processo de insolvência tenham continuado a operar e para as quais foi possível obter informações financeiras.

### **Base de dados *Amadeus***

Esta base de dados foi utilizada para extração de informação financeira das empresas em *distress* financeiro associadas a transações de PE e identificadas através do *Mergermarket*. Este processo foi feito de forma manual em função da denominação das empresas adquiridas. Para este efeito foi analisado se as empresas continuaram a operar individualmente após as operações e/ou se as mesmas foram sujeitas a alteração de denominação social (*i.e.*, houve situações que em a informação financeira recolhida foi a respeitante ao veículo criado para a operação em causa).

### **Base de dado *Orbis***

O *Orbis*, pertencente à *Bureau Van Dijk*, é uma importante base de dados que dispõe de informação financeira para cima de 120 milhões de empresas. Apenas dispõe de informação a partir do ano de 2003, o que constituiu uma limitação na construção das amostras de empresas comparáveis. Deste modo, a análise ajustada ao setor apenas foi realizada relativamente aos anos posteriores a 2004.

### **Horizonte temporal escolhido**

O horizonte escolhido para a amostra (1998-2009) deveu-se à disponibilização por parte do Mergermarket de operações apenas posteriores a 1998 e por outro lado a limitação até ao ano de 2009 ao facto de ser o último ano para o qual era possível estudar os três anos posteriores à operação.

### **A escolha da Europa como âmbito do estudo realizado**

Conforme expõem Tykvová e Borell (2012) não existe nos EUA a obrigação das empresas privadas divulgarem as suas contas, pelo que nos EUA a grande maioria dos estudos recaem apenas sobre as empresas públicas, muito embora a maior parte das transações associadas a operadores de PE envolvam empresas privadas. Atualmente as empresas europeias têm requisitos de divulgação relativamente rigorosos, o que possibilitou o aparecimento de alguns estudos sobre este tema PE na Europa nos últimos tempos. Por fim, é interessante referir que na Europa a grande maioria dos investimentos realizados por PE se destina a operações de BO (Jenkinson, 2006).

### **Descrição do tipo de operações de BO consideradas na análise**

**BIMBO** (*Management Buy-Out*) – A aquisição de uma empresa por parte de uma empresa de venture capital ou de PE em que a gestão da empresa adquirida é completada por uma equipa externa trazida pela adquirente.

**EBO** (*Employee Buy Out*) – A aquisição de uma empresa pela sua gestão e colaboradores.

**IBI** (*Institutional Buy In*) – Aquisição de uma empresa por parte de uma empresa de PE ou de VC, normalmente conjuntamente com um parceiro estratégico.

**IBO** (*Institutional Buy Out*) – Aquisição de 100% de uma empresa por parte de uma instituição financeira, ordinariamente uma instituição financeira de referência ou uma PE.

**MBI** (*Management Buy-In*) – Aquisição de uma empresa por uma equipa de gestão externa à empresa, normalmente apoiadas por uma empresa de PE ou de VC.

MBO (*Management Buy-Out*) – Aquisição de uma empresa por parte da gestão incumbente, normalmente apoiada por uma empresa de PE ou de VC.